

A Financeirização e o Regime de Financiamento de Fundos Próprios: um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1995-2008

Bernardo Pádua Jardim de Miranda¹

Resumo: A financeirização é um novo regime de acumulação do capital liderado pelas finanças, que implica em um crescimento das atividades financeiras em detrimento das atividades produtivas. No Brasil, entre 1995 e 2008 observou-se um crescimento significativo das atividades financeiras, da taxa de autofinanciamento, da dispersão da propriedade e do controle e o crescimento da participação dos investidores institucionais e estrangeiros como acionistas minoritários nas empresas não financeiras. As empresas aumentaram a distribuição de dividendos e a recompra de ações no intuito de elevar o valor de mercado das empresas e a riqueza do acionista. Esta política foi financiada cada vez mais pelas atividades financeiras e pelo endividamento, o que elevou a fragilidade destas empresas e a instabilidade da economia. Portanto, a financeirização aumentou a fragilidade das empresas não financeiras brasileiras e da economia, elevando a probabilidade de crises financeiras, com impactos sobre o setor real.

Palavras-chave: financeirização; governança corporativa; maximização da riqueza do acionista; fragilidade financeira.

Abstract: Financialization is a new form of capital accumulation led by finance, which implies a growth of financial activities to the detriment of productive activities. In Brazil, between 1995 and 2008, there was a significant growth of financial activities, of the self-financing rate, of the ownership and control dispersion, and of institutional and foreign investors participation as minority shareholders in non-financial companies. In this period companies increased dividends distribution and share repurchases in order to raise its market value and shareholder's wealth. This policy was increasingly supported by financial activities and debt, which has increased the fragility of these companies and the economy instability. Thus, financialization has increased the fragility of the Brazilian non-financial companies and of the economy, which raises the probability of financial crises, with potential impacts on the real sector.

Keywords: financialization; corporate governance; maximization of shareholder value; financial fragility.

Classificação JEL: G23; G32; G34,

¹ Professor do Instituto de Ciências Sociais Aplicadas (ICSA) da Universidade Federal de Alfenas. Contato: bernardo.miranda@unifal-mg.edu.br
Artigo recebido em abril de 2014 e aprovado em junho de 2014.

1. Introdução

Nas últimas três décadas observou-se o aumento das atividades financeiras e a subordinação das atividades produtivas às finanças. Como discutido pelos regulacionistas franceses, configurou-se uma nova ordem que direciona e molda a acumulação do capital nas economias capitalistas. Este novo regime de acumulação foi denominado por estes teóricos como financeirização. A gênese do processo de financeirização está associada às mudanças no sistema monetário internacional na década de 1960 e às alterações institucionais a partir de 1970. O fim do sistema de Bretton Woods, o primeiro e o segundo choques do petróleo, o processo de estagflação, o aumento da taxa de juros norte-americana e a crise do keynesianismo modificaram o processo de acumulação das economias capitalistas, favorecendo o domínio das finanças. Além destes fatores, as inovações financeiras (*hedge* e derivativos) e as tecnologias de informação também contribuíram para este processo. Boyer (2009) afirma que houve o fim do processo de acumulação fordista e o surgimento de uma nova forma de acumulação, agora liderada pelas finanças.

Esta mudança foi conduzida pelos investidores institucionais, que se tornaram os principais *players* do mercado financeiro. Por desejarem um ambiente econômico e institucional estável, que garantisse seus direitos de propriedade e o retorno de seus investimentos, estes investidores impuseram a maximização da riqueza do acionista como a forma mais eficiente de governança corporativa, o que afetou o padrão de financiamento das empresas não-financeiras de capital aberto. Como apontado por Plihon (1999), a financeirização modificou o regime macro-financeiro, pois as economias passaram de um regime de endividamento para um regime de fundos próprios no financiamento do investimento produtivo.

Dado que a governança imposta pelos investidores institucionais baseia-se na elevação da rentabilidade do capital próprio ao longo do tempo, a riqueza da economia foi direcionada cada vez mais para o lucro (Plihon, 1999 e 2005, Boyer, 2000). Esta mudança na lógica financeira favorece a distribuição da riqueza ao detentor do capital próprio (lucro líquido retido e dividendos distribuídos), com efeitos negativos sobre a ampliação da capacidade produtiva e a estrutura patrimonial das empresas não-financeiras. Usando os termos desenvolvidos por Minsky (1986), esta estrutura torna-se mais frágil, do tipo Especulativa e Ponzi, o que eleva a fragilidade da economia como um todo.

O Brasil também passou por mudanças institucionais de ordem micro e macroeconômica nas últimas três décadas, entre elas a adoção de medidas de cunho neoliberal

postuladas pelo Consenso de Washington. Como discutido por Bruno *et al* (2011), estas reformas modificaram a relação capital/trabalho, do Estado com a economia e a inserção internacional do país. O processo de financeirização da economia brasileira difere do ocorrido nas economias mais desenvolvidas, devido às diferenças entre as estruturas macro-institucionais dos países. Nos países em desenvolvimento este processo decorreu principalmente do endividamento privado em um ambiente de taxas de juros reduzidas (Aglietta, 2004). Porém, no Brasil este processo assume um caráter específico, baseado no endividamento público em um ambiente de taxa de juros elevada, o que atrelou a rentabilidade dos investimentos produtivos à rentabilidade dos títulos públicos, e caracterizado por uma estrutura de capital e controle mais concentrada.

A hipótese deste trabalho é que a financeirização favorece a distribuição da riqueza ao detentor do capital em detrimento do trabalhador e que este processo aumenta a instabilidade da economia. Assim, o objetivo deste artigo é explicar como a financeirização da economia brasileira afetou a gestão das empresas não-financeiras e como este processo favorece a distribuição da riqueza em favor dos acionistas em detrimento dos trabalhadores e amplia a fragilidade e a instabilidade destas empresas.

Com relação ao objetivo geral de contribuição ao conhecimento este artigo encaixa-se na classificação de pesquisa exploratória, a qual, segundo Gil (2002), busca ampliar o conhecimento acerca de um problema, tornando-o mais claro e contribuindo para aprimorar ideias e descobrir intuições. Quanto à técnica de coleta e análise de dados esta é uma pesquisa bibliográfica na qual foram utilizados dados secundários publicados pelo Banco Central e pelo IBGE para construção das tabelas e gráficos que dão suporte à análise.

Este artigo está dividido em cinco seções além desta introdução e da conclusão. A seção dois expõe o aumento das atividades financeiras da economia brasileira, a seção três aborda a evolução da taxa de autofinanciamento, a seção quatro discute a distribuição do valor adicionado e sua apropriação pelos detentores de capital, a seção cinco traz uma discussão sobre a estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, e a seção seis discute as implicações da financeirização sobre a fragilidade destas empresas e da economia como um todo.

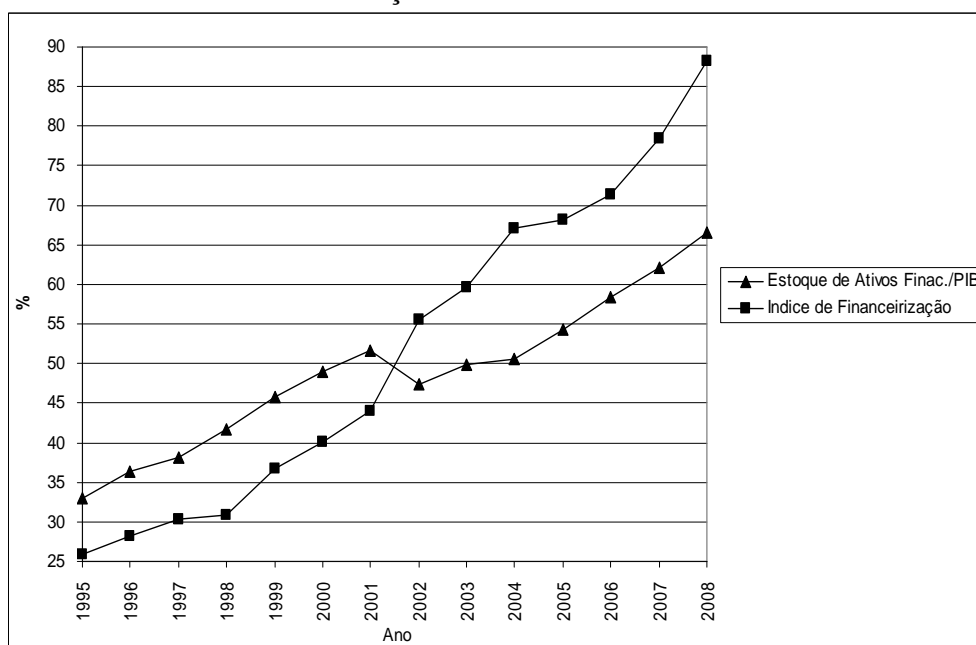
2. O Aumento das Atividades Financeiras da Economia Brasileira

Um dos fatores que evidenciam o processo de financeirização é a diferença entre as taxas de crescimento dos ativos financeiros e da riqueza real da economia. Entre 1980 e 2009 a riqueza financeira mundial cresceu 1300% (quase 14 vezes), enquanto o crescimento do PIB

para este período foi de 314% (4 vezes) (Paulani, 2011), o que mostra o aumento da importância das atividades financeiras na economia mundial.

Na economia brasileira, observou-se um aumento da razão entre o total de ativos financeiros não-monetários e o PIB entre 1995 e 2008, passando de cerca 25% para 68% do PIB, respectivamente. O índice de financeirização (razão entre a diferença M4 - M1, deflacionado pelo IGPM, e o estoque de capital produtivo líquido) também aumentou no período. Segundo Bruno *et al* (2011), este índice mostra a proporção não investida do lucro macroeconômico alocada em ativos financeiros pelas firmas e detentores do capital, a qual apresentou um aumento de 25% em 1995 para 89% em 2008 (gráfico 1).

Gráfico 1
Índice de Financeirização da Economia Brasileira: 1995-2008



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Bacen e IBGE.

Obs: Índice de Financeirização da economia brasileira: $(M4-M1)/\text{Estoque de Capital}$.

Estoque de ativos financeiros em relação ao PIB: $(M4-M1)/\text{PIB}$.

Estes dados refletem o aumento das atividades financeiras no Brasil. Este processo de financeirização da economia tem impactos sobre a distribuição da riqueza em favor do detentor do capital, sobre os gastos com investimentos produtivos, sobre a estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras e, conseqüentemente, sobre a governança corporativa.

3. A Economia dos Fundos Próprios das Empresas Não-Financeiras Brasileiras.

Uma das principais características do processo de financeirização das empresas não-financeiras, apontada por Plihon (1999) e Paulré (2011), é que as empresas não financeiras passaram de um regime de endividamento para o regime de fundos próprios para financiar o seu investimento. De acordo com Plihon (1999), a participação dos fundos próprios no financiamento das empresas francesas chegou quase a 100% em meados dos anos de 1990, enquanto o uso de dívida ficou próximo a 50%. Este padrão de financiamento afetou a taxa de autofinanciamento das empresas, a qual foi superior a 100% a partir de 1993. Consequentemente, a taxa de investimento da economia francesa caiu de 22,1% no ano de 1970 para 15,5% em 1997.

Analisando-se os dados do fluxo de renda entre 1995 e 2008 observou-se um aumento na taxa de autofinanciamento da economia brasileira de 82,2% no período de 1995-1997 para 103% no período de 2006-2008. Para as empresas não-financeiras a taxa de autofinanciamento passou de 97,76% no período de 2000-2002 para 104,33% no período de 2006-2008 (tabela 1).

Tabela 1
Taxa de Auto-Financiamento Médio da Economia e das Empresas Não-Financeiras Brasileiras: 1995 a 2008

Período	1995-1997	1998-1999	2000-2002	2003-2005	2006-2008
Taxa de Auto-Financ.da Economia	82,20	76,88	84,03	109,33	103,00
Taxa de Auto-Financ. das Empr. Não-Finc.	n.d.	n.d.	97,76	117,70	104,33

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados disponíveis no Bacen

Obs: Taxa de Auto-Financiamento = poupança / investimento

Os trabalhos empíricos que utilizam os dados contábeis para determinar o padrão de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto têm mostrado que a principal fonte de financiamento destas empresas são os recursos próprios. Segundo Zonenschein (1998), de uma amostra de 97 empresas de capital aberto, no período de 1989 a 1996, 48% destas empresas emitiram ações para financiar o crescimento de longo prazo, 25% das empresas se financiaram com recursos próprios e 27% usaram dívidas. Filletti (2010) demonstrou para uma amostra de 73 empresas de capital aberto, para o período de 2003-2008, que 8,5% das empresas da amostra financiaram seu crescimento via emissão de novas ações, 47,8% usaram capital próprio e 43,8% se financiaram via endividamento.

O aumento do uso dos recursos próprios contribuiu para a redução da taxa de investimento da economia. A taxa de investimento da economia passou de 19,93% no período de 1995-1997 para 17,63% no período de 2006-2008, ao passo que não houve muita variação

da taxa de investimento das empresas não-financeiras ao longo do período, ficando em torno de 23% (tabela 2).

Tabela 2

Taxa de Investimento Médio da Economia e das Empresas Não-Financeiras: 1995-2008					
Período	1995-1997	1998-1999	2000-2002	2003-2005	2006-2008
Taxa de Investimento da Economia	19,93	18,58	16,73	15,76	17,63
Taxa de Investimento das Empr. Não-Finc.	n.d.	n.d.	23,43	21,2	23,6

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados disponíveis no BACEN.

Obs.: Taxa de Investimento = Parcela do Investimento no Valor Agregado.

Uma das consequências desta política de fundos próprios para financiar o investimento produtivo das empresas foi uma baixa taxa de variação real média da formação bruta de capital fixo em relação ao PIB no período de 1995-2008, que foi de apenas 3,64%, de acordo com os dados do IBGE. Isto mostra um baixo dinamismo do investimento produtivo no período, com impacto negativo sobre o crescimento econômico no período. Além disto, o regime de fundos próprios também favorece a distribuição da riqueza em favor do detentor do capital (lucro retido e distribuição de dividendos).

4. A Distribuição do Valor Agregado em Favor da Criação de Riqueza para o Acionista.

Outra característica do processo de financeirização da economia é a distribuição da riqueza (valor adicionado) em favor do capital (lucro retido e distribuição de dividendos líquidos). Entre 1995 e 2008 houve um aumento na distribuição da riqueza em favor do lucro retido, passando de 12,2% em 1995 para 27,5% em 2008, e um aumento na distribuição de dividendos líquidos de 5,1% em 1995 para 11% em 2008 (gráfico 2).

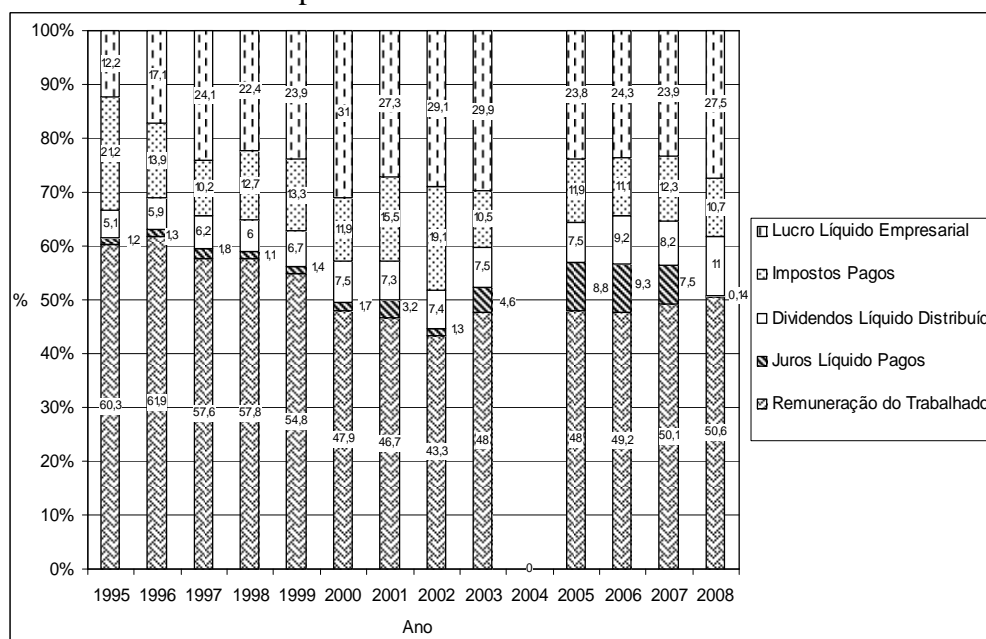
Este aumento da riqueza em favor do lucro deve-se a alguns fatores. Primeiro, houve uma redução da distribuição da riqueza em favor dos trabalhadores de 60% do valor adicionado em 1995 para 50,6% em 2008 (gráfico 2). Como apontando por Plihon (1999), isto mostra um aumento da degradação da situação dos trabalhadores na distribuição da riqueza, pois devido à elevação da taxa de desemprego, parte do aumento da produtividade não foi repassada ao trabalhador e sim apropriada pelo capital. Além disto, a manutenção da taxa de juros elevada resultou no aumento do custo do capital o que elevou a remuneração do capital². Segundo, ocorreu uma redução no endividamento das empresas, principalmente entre 1995 e 2002. Neste período a participação dos juros líquidos na riqueza se manteve constante,

² Para entender o comportamento do custo do capital e da taxa de retorno do investimento no Brasil, ver o trabalho desenvolvido por Brito, Monteiro e Pimentel (2009).

exceto em 2001, em torno de 1,62% do valor adicionado (gráfico 2). Como apontado por Pereira (2000) e Miranda (2013), devido ao processo de ajustamento externo da economia da brasileira, que resultou no aumento da incerteza, as empresas não-financeiras diminuíram o endividamento a partir de meados da década de 1980 para reduzir a sua exposição ao risco. Este padrão se manteve até 2004, quando novamente as empresas não-financeiras aumentaram seu endividamento, o que se reverteu apenas a partir da crise financeira de 2008. E, terceiro, o aumento da riqueza em favor do lucro implicou na redução da distribuição da riqueza para o pagamento de impostos, que passou de 21,2% em 1995 para 10,7% do valor adicionado em 2008.

Gráfico 2

Repartição do Valor Adicionado entre o Lucro Líquido Empresarial, Impostos Pagos, Dividendos Líquidos Distribuídos, Juros Líquidos Pagos e Remuneração do Trabalhador das Empresas Não-Financeiras: 1995-2008.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Bacen.

Obs.: dados não disponíveis para 2004

Assim, o processo de financeirização impõe uma lógica na distribuição da riqueza em favor do lucro ou do acionista, em detrimento do trabalhador, e com impactos negativos sobre o investimento produtivo das empresas não-financeiras e da economia como um todo. Essa forma de distribuição da riqueza está relacionada à mudança do regime macro-financeira da economia, de um regime de endividamento para um regime de fundos próprios (Plihon, 1999), ao fim do processo de acumulação fordista (Boyer, 2009 e Paulré, 2011) e, também, às mudanças nas estruturas de propriedade e controle. Neste quesito, a financeirização impõe a dispersão da propriedade e do controle, pois isto facilitaria o controle do mercado de capitais

sobre a empresa (*market for corporate control*). Dado que este mercado é considerado o mecanismo mais eficiente na alocação dos recursos econômicos, devido a sua força disciplinadora, a estrutura dispersa seria a mais eficiente e deveria ser seguida por todos os países (Chang, 2005). Assim, esta dispersão do capital é imposta pelos investidores institucionais, pois aumentaria a liquidez dos títulos e a eficiência na gestão das empresas, devido ao *market for corporate control*.

Estes fatores impuseram uma governança corporativa direcionada para a criação de riqueza ao acionista, o que afetou a gestão das empresas não-financeiras. Houve uma mudança no foco da gestão da empresa, antes preocupada com o crescimento de longo prazo e gastos em P&D, como discutido por Chandler (1977), para uma gestão que busca resultados de curto prazo³.

5. Os Níveis de Governança da Bovespa e a Estrutura de Propriedade e Controle das Empresas Não-Financeiras de Capital Aberto no Brasil.

O aumento na dispersão da propriedade e do controle teve como contrapartida o crescimento da participação dos investidores institucionais e estrangeiros, como acionistas minoritários nas empresas não-financeiras dos países desenvolvidos. Estes investidores, através dos conselhos de administração, impuseram a noção de que as boas práticas de governança são aquelas voltadas à proteção e à criação de riqueza para o acionista (Plihon, 1999 e 2005, Aglietta, 2004, Boyer, 2000).

Neste sentido, os bons princípios de governança⁴ impõem uma série de condutas às empresas: transparência e acessibilidade às informações pelos acionistas externos, garantia do direito a voto aos minoritários (critério de uma ação um voto), maior controle sobre o conselho de administração e uma nova forma de remuneração dos gestores (baseada em resultados financeiros e na performance das ações no mercado de capitais e não mais diretamente nos resultados do mercado de bens). Portanto, há um esforço em alinhar os interesses do gestor aos dos acionistas, de forma a garantir a busca pela maximização do lucro como objetivo final da empresa, o que afeta a gestão das empresas não-financeiras de capital aberto.

³ Como discutido por Chandler (1977), a revolução gerencial no início do século XX dava ao gestor um papel de destaque. Era ele que determinava o retorno do capital, o nível de emprego, o preço, a produção, o investimento, os planejamentos estratégicos e de *marketing*, entre outros. Os acionistas eram dispersos e tinham pouca influência sobre as decisões da empresa. Com a financeirização, a estrutura organizacional passou a ser construída de forma que os acionistas externos possam influenciar as decisões estratégicas da empresa.

⁴ Ver o trabalho de Shleifer e Vishney (1996) e da OCDE (2004).

No intuito de estimular a adesão a estes princípios, em 2000 a Bovespa criou três níveis de governança, os níveis 1, 2 e o Novo Mercado (NM), seguindo os critérios do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC): 1) desenvolver um ambiente institucional que proteja o acionista externo⁵; 2) as empresas devem disponibilizar todas as informações relevantes para os investidores; 3) o conselho de administração deve representar os interesses dos acionistas minoritários; 4) as empresas devem manter certa quantidade de ações disponíveis no mercado de capitais para transação, conferindo liquidez aos títulos; 5) os conflitos de interesse devem ser solucionados por meio de mediação e arbitragem; 6) deve haver uma política de dividendos clara e aprovada em assembleia; 7) os relatórios contábeis devem ser aprovados por auditores externos; e, 8) uma ação deve representar um voto (IBGC, 2007).

O Nível 1 de governança é o mais baixo e o Novo Mercado representa o grau mais elevado de governança. Os critérios para classificação nestes níveis de governança envolvem a manutenção da liquidez dos títulos negociados no mercado de capitais através de uma circulação mínima de ações, mecanismos de oferta pública que favoreçam a dispersão do capital, mecanismos de proteção ao acionista minoritário, normas para elaboração de informações econômicas e financeiras, soluções de conflitos, participação dos acionistas minoritários na escolha dos membros do conselho de administração, entre outros. Uma das características mais relevantes das empresas do NM é que elas só podem emitir ações com direito a voto (uma ação um voto), o que favorece a dispersão do capital e é uma das principais exigências dos investidores institucionais. O objetivo é desenvolver um ambiente institucional que minimize o risco de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários e focar a gestão na criação de riqueza ao acionista.

Em 2008, 447 empresas transacionavam suas ações na Bovespa, das quais 285 eram do mercado tradicional ou básico e 162 eram dos segmentos mais altos de governança – Níveis 1 e 2 e Novo Mercado – (Bedicks, 2009). De acordo com os dados disponíveis na Bovespa, em novembro de 2012 um total de 452 empresas transacionavam suas ações neste mercado de capitais, das quais 126 faziam parte do Novo Mercado, 19 do Nível 2, 32 do Nível 1 e 275 do mercado básico. O volume das transações das empresas que faziam parte dos mercados de governança foi de aproximadamente R\$ 6 bilhões (86,3% do volume transacionado no mercado à vista), enquanto no mercado básico o volume transacionado foi

⁵ Política de *tag along*: todos os acionistas devem ter as mesmas oportunidades na venda e na compra das ações da empresa (IBGC, 2009).

de R\$ 826 milhões (13,7% do volume total). As empresas do Novo Mercado tiveram uma valorização de 30,8%, as do nível 2 de 3,1%, do nível 1 39,6% e do Básico 13,7%.

Os trabalhos empíricos têm mostrado que o capital está se tornado menos concentrado no Brasil e que a participação de investidores institucionais e estrangeiros está aumentando, principalmente nas empresas onde os níveis de governança são mais elevados. De acordo com os dados apresentados por Aldrighi e Mazzer Neto (2007), no período de 2003-2007, o principal acionista detinha, em média, 72,9% do capital votante (ações ordinárias) e as famílias controlavam 54,7% das empresas, seguidas pelos estrangeiros que controlavam 18,4%, o governo 7,5% e os fundos de investimento e de pensão eram o principal acionista em 7,2% das empresas neste período.

Gorga (2009) mostrou que em 2007 o capital era menos concentrado para as empresas do Novo Mercado do que para aquelas do mercado Tradicional. Enquanto no primeiro o principal acionista detinha, em média, 36,39% do capital total, no segundo o principal acionista possuía, em média, 49,23% do capital total e 65,80% do capital que dá direito a voto. As famílias e os indivíduos eram os principais acionistas nos dois mercados, 61,69% e 62,84%, respectivamente. Já os investidores institucionais controlavam 6,52% das empresas no Novo Mercado e 7,10% no mercado tradicional. A autora também mostrou que das 92 empresas listadas no Novo Mercado, 65 (70,65%) empresas não possuíam um acionista controlador⁶. Já Bedicks (2009), mostrou que em 2008, havia 33 empresas com o controle disperso e difuso⁷, ou seja, não havia um acionista controlador, destas, 2 eram controladas por investidores institucionais.

Observando as empresas do Novo Mercado em 2012, Miranda (2013) mostrou que 62,93% das empresas não-financeiras não tinham um acionista majoritário e que, em média, os três principais acionistas detinham 49,7% do capital total destas empresas. As famílias e os indivíduos continuaram sendo os principais acionistas em 64,66% das empresas do NM, os investidores institucionais foram os principais acionistas em 17,24% e em 11,21% das empresas o principal acionista era estrangeiro. Um fato relevante apresentado pelo autor é que em quase 50% das empresas da amostra do Novo Mercado, os investidores institucionais estavam entre os três principais acionistas.

Como apresentado por Bedicks (2009), o aumento da participação dos investidores institucionais nas empresas, principalmente o *private equity*, tem afetado a governança das

⁶ A maior dispersão do capital acionário das empresas do Novo Mercado pode estar relacionada à exigência de emitir apenas uma classe de ação (ações ordinárias).

⁷ Neste caso o principal acionista detém menos de 50% mais uma ação, ou seja, não tem a maioria das ações nem controle majoritário da empresa.

empresas de capital aberto no país. Segundo a autora, alguns gestores têm relatado que estes investidores têm pressionado as empresas a adotar melhores práticas de governança, através de sua influência no conselho de administração, com a finalidade de focar a gestão da empresa na criação de valor e garantir os seus investimentos. O objetivo final é valorizar suas ações no mercado de capitais e depois realizar o ganho de capital. Então, como apresentado por Miranda (2013), as empresas não-financeiras de capital aberto da amostra têm aumentado a distribuição de dividendos e a prática de recompra de ações com o objetivo de aumentar o valor de mercado das empresas e, assim, a riqueza do acionista, o que gera impactos negativos sobre os gastos com o imobilizado⁸. Assim, os trabalhos empíricos têm mostrado uma convergência da gestão das empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil na direção de uma governança focada na criação de riqueza ao acionista.

6. O Aumento dos Riscos e da Fragilidade Financeira das Empresas Não-Financeiras e da Economia.

A busca pela maximização da riqueza do acionista, imposta pelos investidores institucionais e estrangeiros, afeta não apenas a gestão das empresas, mas também eleva sua fragilidade financeira e a da economia como um todo. Assim, o processo de financeirização tende a aumentar a instabilidade da economia e a probabilidade de ocorrência de crises financeiras, o que afeta o lado real da economia.

Dado que a prioridade das empresas não-financeiras é elevar a taxa de retorno do capital próprio, geralmente calculada pelo ROE⁹ (*return on equity*, ou retorno do patrimônio líquido), para aumentar o lucro por ação as empresas passaram a utilizar práticas financeiras e patrimoniais impostas pelos mercados financeiros internacionais (*benchmarking*), tais como: recompra de ações por meio de alavancagem (*Leverage Buyouts* ou *LBOs*) ou pelos gestores (*Management Buyouts* ou *MBOs*), aumento na distribuição de dividendos e lucros aos acionistas¹⁰ e realização de fusões e aquisições. Consequentemente, as empresas ampliaram a posse de ativos financeiros em seus balanços, não apenas como reserva de capital para investimentos futuros, mas como uma nova fonte de geração de riqueza presente e futura (Plihon, 1999; Coutinho e Belluzzo, 2004). Essas práticas resultaram em estruturas patrimoniais mais frágeis, do tipo Especulativa e Ponzi, como definidas por Minsky (1986).

⁸ Miranda (2013) analisou os dados econômicos e financeiros disponíveis nos relatórios contábeis consolidados de 89 empresas de capital aberto da Bovespa, entre os anos de 1995 e 2008.

⁹ Segundo Plihon (1999), a taxa de retorno de referência do ROE (*benchmark*) é da ordem de 20%, valor encontrado na economia norte-americana.

¹⁰ Estas práticas são justificadas pela teoria das agências, pois, ao reduzir o excesso de caixa livre, minimizam os custos de agência, o que eleva o valor de mercado das empresas (Jesen, 1986).

Neste contexto, os investimentos são avaliados por metodologias desenvolvidas pelos mercados financeiros, tais como *Economic Value Added* (EVA), *Market Value Added* (MVA) e *Shareholder Value Added* (SVA). Estes métodos têm como objetivo determinar índices de retorno financeiro, que se tornaram metas de gestão das organizações, condicionando a conduta do gestor a estes resultados¹¹. O emprego destas metodologias resultou na elevação da taxa mínima de atratividade e da rentabilidade do capital (em relação ao ativo e ao patrimônio), tornando a seleção dos projetos de investimento mais criteriosa, afetando a estrutura de capital e o padrão de financiamento das empresas. Dado que o objetivo da empresa é maximizar a riqueza do acionista, projetos não considerados viáveis de acordo com estes métodos não devem ser realizados, o que reduz o nível do investimento produtivo.

Assim, a financeirização modifica a gestão e a estrutura das empresas, as quais devem se concentrar em atividades mais rentáveis, de forma que plantas industriais sem rentabilidade compatível com o mercado devem ser vendidas e tarefas não diretamente relacionadas com as atividades fim da empresa (*core business*) devem ser terceirizadas. Esta redução do tamanho da empresa atende aos interesses dos investidores, pois empresas concentradas em conglomerados dificultam o controle externo (Plihon, 2005), aumentando o risco de expropriação e de *tunneling*.

Segundo os resultados apresentados por Carneiro *et al* (2009), o ROE das empresas não-financeiras no Brasil ficou em torno de 16,6% no período de 2003 a 2007. Miranda (2013) mostrou que o ROE das empresas não financeiras de capital aberto aumentou de 9,29% em 1995-1997 para 17,07% em 2007-2008, em média. Este aumento na rentabilidade do capital pode ser explicado pelo bom período da economia brasileira a partir de 2004, que permitiu que as empresas aumentassem as vendas, o *mark-up* e o endividamento, o qual foi usado para financiar a política de recompra de ações e a distribuição de dividendos. Ou seja, as empresas não-financeiras fizeram uso de alavancagem para criar riqueza ao acionista. Além disto, as empresas não-financeiras aumentaram as atividades financeiras com o objetivo de aumentar o lucro líquido e, assim, a rentabilidade do capital.

Como discutido por Costa e Souza-Santos (2012) e Fornazier *et al* (2011), algumas empresas brasileiras utilizaram derivativos, principalmente cambiais, com o objetivo de aumentar as receitas não-operacionais, o que elevou a exposição destas empresas a choques negativos exógenos. Quando ocorreu a crise de 2008, muitas empresas tiveram dificuldades

¹¹ Segundo Froud *et al* (2000), estes métodos de avaliação resultaram dos serviços de consultoria das empresas de auditoria e finanças nos anos de 1980, em oposição aos métodos de gestão das empresas japonesas, como o toyotismo, *just-in-time* e a qualidade total. Estas novas metodologias se tornaram o clichê de gestão nos anos de 1990 no mundo corporativo.

financeiras e o impacto da desvalorização do real frente ao dólar foi maior nas empresas que estavam mais expostas ao risco (tais como Sadia, Aracruz e Grupo Votarantim). O conseqüente aumento do endividamento de curto prazo e do serviço da dívida gerou dificuldades de caixa que levaram estas empresas a restringir os investimentos produtivos, o que impactou negativamente o nível de emprego. Além disto, as empresas com dificuldades financeiras foram socorridas pelo BNDES, que forneceu liquidez para que conseguissem pagar as dívidas e manter as atividades. De acordo com os dados apresentados pelo jornal Estado de São Paulo, após a crise de 2008, o BNDES liberou R\$2,4 bilhões ao grupo Votarantim, para que este incorporasse a Aracruz, formando a empresa Fibria, e liberou em torno de R\$1,5 bilhão a Brasil Foods, para que fosse possível a fusão entre a Sadia e a Perdigão. Neste cenário, o governo federal, através do Tesouro Nacional, repassou ao BNDES quase R\$100 bilhões em 2009, e o banco projetou um gasto de R\$8 bilhões nos anos seguintes com o objetivo de minimizar o efeito da crise e criar grandes empresas capazes de competir no mercado mundial.

A exigência de retornos elevados do capital próprio ao longo do tempo implica em uma transferência do risco da empresa e do investidor para o trabalhador, como apresentado por Plihon (1999), reduzindo a participação do salário na riqueza da economia, principalmente nos períodos de incerteza econômica. Entre 1998 e 2003, período de elevada incerteza da economia brasileira, houve uma redução da distribuição da riqueza ao trabalhador em contrapartida ao aumento do lucro. Quando ocorreu a reversão de expectativas devido à crise financeira internacional de 2008, a restrição de crédito e a desvalorização dos preços das ações revelaram a fragilidade das empresas, suas atividades financeiras e a dependência do país em relação ao capital estrangeiro. A fragilidade econômica, micro e macro, revelados pela crise de 2008 confirma a importância crescente das finanças no regime de acumulação das empresas brasileiras.

7. Considerações Finais

O aumento da participação dos investidores institucionais nas empresas de capital aberto no Brasil pressionou as empresas a adotarem melhores práticas de governança. Observou-se uma redução na concentração do capital, principalmente nas empresas do Novo Mercado da Bovespa, situação até então inédita no Brasil. Devido à busca por resultados financeiros de curto prazo, as empresas aumentaram seu endividamento e recorreram às atividades financeiras, o que resultou no aumento da rentabilidade do capital próprio e do valor de mercado das empresas. Em contrapartida, a mudança na gestão das empresas em

favor da criação de riqueza para o acionista, transferiu o risco dos investidores aos trabalhadores, provocou um crescimento mais lento do capital produtivo, o que comprometeu o desempenho de longo prazo das empresas e o crescimento econômico do país.

Além disto, esta estratégia resultou em uma estrutura patrimonial mais frágil, tipo Especulativa e Ponzi, como definido por Minsky (1986), elevando a instabilidade da economia. Mas, esta fragilidade foi “mascarada” pela valorização dos preços das ações, principalmente no período de 2004 a meados de 2008. Quando ocorreu a crise financeira de 2008, que resultou na restrição de crédito, na queda do valor de mercado das empresas (aumentando a relação capital de terceiros/capital próprio) e na desvalorização do real frente ao dólar, as empresas tiveram dificuldades para pagar suas dívidas de curto prazo. Neste momento as empresas interromperam o investimento produtivo, reduzindo a demanda agregada e o crescimento da economia. Devido à redução da demanda agregada o desemprego aumentou, configurando-se a transmissão da crise financeira ao lado real da economia. Houve um aumento da instabilidade, e como discutido por Minsky (1986), foi necessária a intervenção do Estado para restabelecer a liquidez da economia.

Porém, a intervenção estatal não conseguiu evitar a desvalorização do real e manter a taxa de crescimento em patamares elevados nos anos seguintes à crise. Portanto, observou-se que o processo de financeirização aumentou a fragilidade das empresas não-financeiras brasileiras e da economia, no sentido minskyano, elevando a probabilidade de crises financeiras com impactos sobre o setor real da economia, por meio da redução do investimento produtivo. A crise de 2008 revelou a dependência de capital externo e a consequente fragilidade externa da economia brasileira, pois a interrupção da entrada de capital externo e a fuga de capital restringiram o crescimento econômico também pelo lado do balanço de pagamentos segundo os modelos de Thirlwall (1979) e McCombie e Thirlwall (1994).

8. Referências

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

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

Banco Central do Brasil (BACEN). Disponível em: www.bcb.gov.br. Acessado em: 05/04/2012.

BEDICKS, H. B. Dispersão de capital em empresas brasileiras sob a perspectiva da governança corporativa. In: IBGC. **Governança Corporativa: estrutura de controles societários**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009, p. 79 – 92.

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

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

BRITO, R. D.; MONTEIRO, R.; PIMENTEL, G.G. O custo do capital e o retorno do investimento corporativo no Brasil entre 1994 e 2008. **Pesquisa e Planejamento Econômico – PPE**, v. 39, n. 2, p. 233-261, 2009.

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

CARNEIRO, R. M. *et al.* **Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos: subprojeto padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil**. Relatório Final. Campinas: Fecamp (Fundação Econômica de Campinas), 2009. 156 p.

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

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

COSTA, A. D e SOUZA-SANTOS, E. R. de S. Financeirização e Reestruturação Produtiva; evidências pós-crise financeira de 2008. **Revista Economia e Tecnologia**, v. 8, n. 1, p. 35-46, 2012.

COUTINHO, L; BELLUZZO, L. G. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisão de gastos em economias abertas. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F de (org.),

Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 59-105.

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

FORNAZIER, A.; PORTUGAL JÚNIOR, P.S.; MADI, M. A. C. **Condicionantes macroeconômicos da tomada de decisão nas empresas não financeiras no Brasil:** uma análise no contexto da crise de 2008. IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). Rio de Janeiro, agosto de 2011.

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

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

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

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

IBGE. Disponível em: www.ibge.gov.br. Acessado em: 19/07/2013.

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

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

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

MIRANDA, B. P. J. **Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica:** um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1995-2012. Tese (Doutorado), UFMG, Cedeplar, 2013. 161 p.

O ESTADO DE SÃO PAULO. **BNDES gasta R\$8 bi em um ano para criar “campeões nacionais”.** 27 de setembro de 2009.

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

PAULANI, L. M. Brazil in the Crises of the Finance-Led Regime. **Review of Radical Political Economics**, v. 42 (3), p 363-372, 2011.

PAULRÉ, B. Capitalismo Cognitivo e Financeirização dos Sistemas Econômicos. *In:* FUMAGALLI, A. e MEZZADRA, S. (Org.). **A Crise da Economia Global:** mercados

financeiros, lutas sociais e novos cenários políticos. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, p.235-26, 2011.

PEREIRA, T. R. Formação de Preços e Financiamento Empresarial entre os anos de 80 e 90 na Economia Brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 14, p. 89-126, 2000.

PLIHON, D. A. Economia de Fundos Próprios: um novo regime de acumulação financeira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 13, dez. p. 41-56, 1999.

PLIHON, D. A. As Grandes Empresas Fragilizadas pelas Finanças. In: CHESNAIS, F. (Org.) **A Finança Mundializada**, São Paulo, Editora Boi Tempo, p. 133-151, 2005.

SHLEIFER, A. e VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **NBER Working Paper**, n. 5554, Cambridge, 1996. 69 p.

THIRLWALL, A. Balance of Paymentes Constrains as an Explanation of Internacional Growth Rate Differences. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, v.32, n.128, p.45-53, mar. 1979.

ZONENSCHAIN, C. N. Estrutura de Capital das Empresas no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, 1998. 23 p.