

TÍTULO: Impactos da Financeirização sobre o Padrão de Financiamento e a Governança das Empresas Não-Financeiras Brasileiras de Capital Aberto: período de 1995-2008.

Autores:

Bernardo Pádua Jardim de Miranda
Universidade Federal de Alfenas (Unifal-MG)

Marco Aurélio Crocco Afonso
Cedeplar-UFMG

Fabiana Borges Teixeira dos Santos
Cedeplar-UFMG

Resumo:

Nas últimas décadas tem-se observado o aumento da supremacia das finanças sobre o capital produtivo, afetando o processo de acumulação do capital nas economias capitalistas. Este processo, definido pelos regulacionistas franceses como Financeirização, afetou a governança das empresas, direcionando-as à criação de riqueza ao acionista. O objetivo deste trabalho é estudar os impactos da financeirização sobre a estrutura de capital e a governança das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto no período de 1995 a 2008. Os resultados mostraram que a financeirização afetou o padrão de financiamento destas empresas, reduzindo a taxa de crescimento de seu imobilizado e aumentando sua fragilidade.

Palavras-Chave: Financeirização; Governança Corporativa; Empresas Não-Financeiras de Capital Aberto.

Abstract:

In recent decades it has been observed the increasing dominance of finance over productive capital, affecting the process of capital accumulation in capitalist economies. This process, defined by the french regulationists as Financialization, affected the governance of companies, directing them to create wealth for shareholders. The objective of this paper is to study the impact of financialization on capital structure and governance of non-financial Brazilian open capital companies, from 1995 to 2008. The results showed that financialization has affected the pattern of financing of these companies, diminishing the grown rate of its assets and making them more fragile.

Key Words: Financialization; Corporate Governance; Non-Financial Capital Open Companies

Área Temática: 2 – Economia

Impactos da Financeirização sobre o Padrão de Financiamento e a Governança das Empresas Não-Financeiras Brasileiras de Capital Aberto: período de 1995-2008.

1 – Introdução

Nos últimos anos tem-se observado um aumento do investimento em ativos financeiros em detrimento de ativos produtivos. Para Boyer (2000), há uma supremacia das finanças, uma nova força que direciona e molda a acumulação do capital nas economias capitalistas. Este fenômeno pode ser interpretado como uma nova forma de regulação, sucessora da regulação monopolista, que atribui um papel determinante às variáveis financeiras e aos rendimentos financeiros nas decisões de investimento e produção. Como discutido por Chesnais (1996), as mudanças institucionais dos últimos anos qualificaram as finanças como uma indústria¹, em que a esfera financeira torna-se um dos campos de valorização do capital, como qualquer outro setor da economia.

Os teóricos regulacionistas franceses apresentam o conceito de financeirização para explicar este novo regime de acumulação da economia. A gênese deste conceito vincula-se a uma visão crítica sobre os pressupostos da teoria convencional da acumulação, em especial sobre a função do mercado de capitais como o mecanismo mais eficiente de alocação dos recursos econômicos e monitoramento do comportamento do gestor – “*market for corporate control*”.

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

Nesse contexto, em que o objetivo da empresa é criar riqueza ao acionista, as decisões do gestor visam resultados de curto prazo em detrimento dos de longo prazo e a estrutura organizacional é desenhada de forma que os acionistas possam participar das decisões estratégicas das empresas. Consequentemente, as empresas passam a recorrer ao mercado financeiro para elevar o lucro não-operacional, o que tem provocado o deslocamento dos recursos econômicos destinados às atividades produtivas para as atividades financeiras, afetando de forma negativa o investimento produtivo (Plihon 1999; Boyer, 2000; Stockhammer 2004 e 2010). A governança corporativa nos moldes anglo-saxões impõe uma nova lógica de acumulação e gestão às empresas não-financeiras, de forma que as mesmas têm que atender aos critérios impostos pelos mercados, principalmente o de capitais, com efeitos micro e macroeconômicos.

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

Assim, o objetivo deste trabalho é estudar os impactos da financeirização sobre a estrutura de capital e a governança das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto para o período de 1995 a 2008.

¹ Sob esta perspectiva a moeda é uma mercadoria como outra qualquer, devendo ser transacionada e tratada como objeto de competição entre os agentes econômicos nos diversos mercados mundiais. E como tal, a moeda deve buscar as melhores oportunidades de rentabilidade, seja na esfera produtiva ou financeira. Consequentemente, o setor produtivo fica subjugado ao financeiro, pois os investimentos produtivos têm que ser validados pelos mercados financeiros (Chesnais, 1996).

Este artigo está dividido em duas partes, além desta introdução e das considerações finais. No tópico dois serão apresentados os conceitos de financeirização e seus impactos sobre a governança das empresas não-financeiras. No terceiro tópico serão discutidos os efeitos da financeirização sobre a estrutura de capital e a governança das empresas brasileiras não-financeiras.

2 – Financeirização

Segundo Stockhammer (2004), apesar de não haver um consenso sobre a definição e o significado do termo “financeirização”, sua concepção envolve os seguintes elementos: a globalização dos mercados; o movimento de maximização da riqueza dos acionistas, que afeta a gestão das firmas priorizando-se a distribuição dos lucros e dividendos e o *dowsizing* em detrimento da política de reter e investir, e o aumento da renda das atividades financeiras. Portanto, o processo de financeirização abrange o crescimento simultâneo de três fenômenos: aumento da globalização do mercado financeiro, da governança corporativa voltada à criação de riqueza ao acionista e das atividades financeiras de empresas não-financeiras.

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

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

Boyer (2000) define a financeirização como sendo um novo regime de acumulação liderado pelas finanças (*finance-led*), possivelmente sucessor do processo de acumulação da Era Fordista². Este novo regime atribui um papel importante às variáveis de estoque relacionadas às finanças e aos impactos dos rendimentos financeiros sobre a riqueza dos diversos agentes e, conseqüentemente, sobre o consumo e o investimento. Em uma economia “*finance-led*”, a decisão de investimento não depende apenas do comportamento do consumo, como ocorria na era fordista, mas das restrições impostas pelo mercado de capitais, sendo estas relacionadas à rentabilidade que o mercado deseja. O gasto das famílias³ também depende do retorno dos ativos financeiros (efeito riqueza), pois uma mudança na rentabilidade da bolsa afeta diretamente o estoque patrimonial das famílias e, conseqüentemente, sua propensão a consumir.

Em um regime de acumulação “*finance-led*” um aumento da rentabilidade no mercado de capitais pode propiciar um ciclo virtuoso na economia, pois o consumo pode aumentar (efeito renda) e, se as empresas forem reativas a este aumento, o investimento pode se expandir. Ou seja, o crescimento econômico pode compensar o efeito restritivo de rentabilidade imposto pelo mercado financeiro. Assim, a expectativa de valorização dos ativos financeiros afeta a propensão marginal a consumir e investir, além de impactar a estrutura financeira das famílias e empresas (Boyer, 2000 e Aglietta, 2000).

² De acordo com Boyer (2009), há um consenso entre os economistas sobre o fim do processo de acumulação fordista, mas não sobre qual é seu sucessor. Para os regulacionistas franceses, o novo processo de acumulação é aquele dominado pelas finanças, onde o sistema financeiro molda o padrão de acumulação da economia capitalista.

³ O consumo das famílias continua dependendo da renda salarial, mas ao contrário da era fordista, a rentabilidade dos ativos financeiros em bolsa tem impactos diretos sobre o estoque patrimonial das famílias e, conseqüentemente, sobre sua riqueza corrente e futura.

Para Lazonick e O'Sullivan (2000), a financeirização é a mudança na gestão e na estratégia das firmas de “reter e investir” para “*downsizing* e distribuir”, observando-se a maximização da riqueza do acionista como o princípio de governança corporativa. No mesmo sentido, Krippner (2004) *apud* Epstein (2005), usa o termo financeirização para designar a governança corporativa baseada na maximização da riqueza do acionista; para expressar o crescimento do sistema financeiro do mercado de capitais em detrimento do sistema financeiro baseado em bancos; e para mostrar um possível novo padrão de acumulação, onde o lucro é realizado cada vez mais através de canais financeiros e menos através da produção e comércio de bens. Segundo estes autores, a mudança no perfil do investidor, de individual para institucional, conferindo ao acionista maior poder de influência nas estratégias das organizações, foi fator determinante neste processo.

Na visão de Stockhammer (2004), uma economia “*finance-led*” é um caso especial para o processo de financeirização, pois um aumento da rentabilidade das ações no mercado de capitais pode ter efeito ambíguo sobre o investimento e o consumo, não resultando necessariamente em um ciclo virtuoso. Assim, o autor desenvolve o conceito de “*finance-dominated*”, cujas características são: a) os gastos de consumo podem ser dirigidos pelo crescimento do crédito das famílias e não apenas pelo aumento da renda. Esta expansão do crédito pode ampliar suas dívidas, criando fontes de instabilidade da economia, como discutido por Minsky (1986), pois a elevação da taxa de juros ou períodos de reversão do ciclo geram dificuldades para renovação dos débitos, ampliando a fragilidade financeira das famílias e da economia como um todo; b) os gastos de investimento são lentos devido a orientação para a maximização da riqueza dos acionistas, elevando a incerteza a respeito do crescimento da economia; c) a desregulamentação dos mercados financeiros resultou no aumento do fluxo de capital internacional e, conseqüentemente, elevou a volatilidade da taxa de câmbio, o que conduz a um aumento da incerteza sobre a performance da economia e a repetidas crises financeiras; d) a função principal do setor público é a estabilidade dos preços e a promoção de um ambiente institucional que propicie o desenvolvimento dos mercados financeiros; e) nesse regime de acumulação o crescimento da demanda agregada é moderado; f) por último, a economia exhibe um alto grau de fragilidade, com crises tipicamente originadas nos mercados financeiros doméstico e internacional.

Portanto, a discussão anterior mostra que a financeirização pode ser entendida como um novo regime de acumulação, definido pela subordinação das atividades produtivas ao interesse do capital financeiro. A maximização da riqueza do acionista é uma de suas principais dimensões, com efeitos sobre a gestão das empresas não-financeiras. Sob este modelo de governança, as empresas passam a focar o crescimento de curto prazo, relacionado ao seu valor no mercado de capitais, em detrimento do crescimento de longo prazo via investimentos produtivos, o que restringe o crescimento econômico do país. Esta estratégia afeta a estrutura patrimonial das empresas, elevando sua fragilidade às mudanças adversas nas expectativas dos preços dos ativos, financeiros e de capital, e da taxa de juros. Portanto, a financeirização possui impactos microeconômicos, traduzidos pelo padrão de financiamento e pela estrutura financeira das empresas, que resultam em efeitos macroeconômicos.

2.1 – Os Impactos da Financeirização Sobre a Gestão das Empresas Não-Financeiras.

No processo de financeirização a criação de riqueza para o acionista é considerada a governança mais eficiente – *best practice* – que deveria ser adotada por todas as empresas em todos os países. Na literatura dominante, a GC trata das relações entre a direção da empresa, o conselho de administração, os acionistas e outras partes interessadas, sendo eficiente quando assegura o retorno do investimento aos fornecedores do capital, reduzindo a possibilidade de expropriação da riqueza do acionista por parte do gestor (Shleifer e Vishny, 1996; La Porta *et al* 1999 e OCDE, 2004). Assim, essas boas práticas de GC impõem uma série de condutas às empresas: transparência e acessibilidade a informações pelos acionistas externos, garantia do direito a voto aos minoritários (princípio de uma ação um voto), estrutura de propriedade e controle dispersa, permitindo um maior controle do mercado de capitais sobre as empresas. Cabe observar que, segundo Dore (2008) e Stockhammer (2010), o direito de propriedade, pelo qual o sistema legal confere ao acionista o direito

de exercer o seu poder nas empresas através da governança, é uma das formas de dominância das finanças sobre a atividade produtiva, afetando a gestão das empresas não-financeiras.

Como discutido por Chandler (1977), a revolução gerencial no início do século XX dava ao gestor um papel de destaque. Era ele que determinava o retorno do capital, o nível de emprego, o preço, a produção, o investimento, os planejamentos estratégicos e de *marketing*, entre outros. Os acionistas eram dispersos e tinham pouca influência sobre as decisões da empresa. Com a financeirização, a estrutura organizacional passou a ser construída de forma que os acionistas externos possam influenciar as decisões estratégicas da empresa. Os investidores externos passam a ter uma presença maior nas tomadas de decisão através dos conselhos de administração, conseqüentemente, pressionam o gestor por altos retornos financeiros e grandes distribuições de dividendos. Ocorre uma mudança na remuneração do gestor, que passa a ser relacionada à performance da empresa no mercado de capitais e não mais diretamente aos resultados do mercado de bens, com o objetivo de alinhar os interesses do gestor aos dos acionistas.

O gestor passou a atender aos objetivos financeiros e aos princípios de governabilidade e a gestão ficou focada nos interesses dos acionistas externos. Assim, suas decisões visam resultados de curto prazo em detrimento dos objetivos de longo prazo. Houve uma mudança da empresa chandleriana, preocupada com crescimento de longo prazo e gastos em P&D, para a busca de resultados financeiros de curto prazo.

Como apontado por Lazanock e O'Sullivan (2000), este modelo de governança concretiza-se em uma mudança da estratégia das empresas não-financeiras de “reter e investir” para “*downsizing* e distribuir”. Conseqüentemente, esta mudança de estratégia levou as empresas a destinarem uma parte cada vez maior do seu fluxo de caixa para a distribuição de dividendos e recompra de ações, impactando negativamente a expansão e os gastos com novos investimentos produtivos das empresas e o crescimento econômico⁴.

Além disto, o *downsizing* impõe a concentração no principal negócio (*core business*) e nas atividades mais rentáveis. Plantas industriais não rentáveis do ponto de vista dos mercados internacionais devem ser vendidas e tarefas e atividades não diretamente relacionadas com a atividade fim da empresa devem ser terceirizadas. Segundo Plihon (2005), a redução do tamanho da empresa atende aos interesses dos investidores externos, pois empresas concentradas em conglomerados dificultam o controle externo aumentando os custos de monitoramento e o risco de expropriação da riqueza do acionista externo ou minoritário por parte do gestor ou do acionista majoritário. O objetivo é reorganizar o processo de produção e a estrutura acionária da empresa de forma a reduzir o risco de expropriação e aumentar a rentabilidade do capital investido e o retorno aos acionistas.

Para elevar a rentabilidade do capital, práticas financeiras e patrimoniais passaram a ser utilizadas pelas empresas para aumentar o lucro por ação e o seu valor de mercado. Dentre estas, a alavancagem para recomprar ações (*Leverage Buyouts* ou *LBOs*), para alterar a estrutura de capital⁵ e para financiar fusões e aquisições. Além disto, as empresas ampliaram a posse de ativos financeiros em seus balanços, não apenas como reserva de capital para investimentos futuros, mas como uma nova fonte de geração de riqueza presente e futura (Coutinho e Belluzzo, 2004). Estas práticas aumentaram o endividamento das empresas e sua fragilidade (Stockhammer, 2010).

⁴ Como apresentado por Stockhammer (2004), a GC direcionada à criação de riqueza ao acionista afetou negativamente o investimento produtivo nos EUA, na Inglaterra e na França. Segundo González e Sala (2013), a financeirização afetou negativamente a acumulação de capital e a geração de emprego na economia norte-americana nos períodos de 1991-1997 e 2005-2009. E, segundo Evans e Hubbard (2008), na maioria dos países da OCDE, o crescimento da distribuição dos dividendos tem sido maior que o crescimento dos lucros. A razão entre a variação dos dividendos e a variação dos lucros cresceu 51% nos Estados Unidos, 92% na Itália, 88% na Suíça e 78% na França.

⁵ O uso de dívida é justificado pela teoria das agências. Dado que os problemas de agência estão relacionados à folga financeira, o uso da dívida reduz o excesso de caixa livre, o que minimiza os custos de agência e eleva o valor de mercado das empresas (Jesen, 1986; Harris e Raviv, 1991). Além disto, como discutido por Modigliani e Miller (1963), o valor de mercado da empresa depende de sua estrutura de capital. Devido ao benefício fiscal do endividamento e, dado que o capital de terceiros é mais barato que o capital próprio, a empresa pode elevar o seu valor de mercado aumentando seu endividamento.

A financeirização modificou o regime de financiamento das empresas, passando de um regime de endividamento para um de fundos próprios no financiamento do investimento produtivo (Plihon, 1999; Paulré, 2011). Esta mudança na lógica financeira favorece a distribuição da riqueza ao detentor do capital (lucro líquido retido e dividendos distribuídos). Dado que esta governança baseia-se na elevação da rentabilidade do capital próprio, a riqueza da economia está direcionando-se cada vez mais ao capitalista em detrimento ao trabalhador, ou seja, parte do aumento da produtividade do trabalho está sendo apropriada pelo capital e não está sendo repassada ao trabalhador⁶. Além disto, os recursos captados pelas empresas tendem a ser mais líquidos e focados no rendimento de curto prazo. Portanto, as fontes de financiamento se tornaram mais voláteis e o investimento passou a depender mais das expectativas de curto prazo que de longo prazo.

Neste contexto, o investimento produtivo é avaliado 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 resultados⁷. O emprego destas metodologias resulta na elevação da taxa mínima de atratividade e da rentabilidade do capital (em relação ao ativo e ao patrimônio), tornando a seleção dos projetos de investimento mais criteriosa. Como o objetivo da empresa é maximizar a riqueza do acionista, projetos considerados não viáveis de acordo com estes métodos não devem ser realizados, o que reduz o investimento produtivo.

A combinação entre o padrão de financiamento, o aumento da distribuição da riqueza ao capitalista e as práticas patrimoniais e financeiras resultaram na diminuição da taxa de retenção do lucro, bem como na fragilização da estrutura patrimonial das empresas não-financeiras (Plihon, 1999 e 2005, Boyer, 2000). O modelo anglo-saxão de governança é resultado da nova arquitetura financeira mundial, desenvolvida para atender aos interesses do capital rentista (Sing, Sing e Weisse, 2002). Neste cenário, a economia exhibe um alto grau de fragilidade, com crises tipicamente originadas nos mercados financeiros domésticos e internacionais.

As mudanças na gestão das empresas afetaram os fundos disponíveis e sua estrutura de capital. Segundo Minsky (1986), a estrutura financeira desejada pelas empresas se modifica em resposta às oportunidades de lucro criadas pelas inovações financeiras em um dado ambiente institucional. Estas inovações e o processo de desregulamentação financeira ampliaram as fontes de lucro não-operacional⁸, afetando a estrutura financeira das empresas, aumentando sua fragilidade financeira e a instabilidade das economias. Assim, a estrutura financeira e patrimonial torna-se relevante em um regime dominado pelas finanças, pois é ela que determinará a robustez ou a fragilidade da economia.

3 – Os Impactos da Financeirização sobre o Padrão de Financiamento e a Gestão das Empresas Não-Financeiras de Capital Aberto.

Este tópico tem como objetivo estudar os impactos da financeirização sobre o padrão de financiamento e gestão das empresas não-financeiras de capital aberto que transacionam suas ações na Bovespa. Os dados foram obtidos nos relatórios contábeis e financeiros consolidados do período de 1995 a 2008, disponíveis no *software* Economática. Por serem relatórios contábeis consolidados foram eliminadas da amostra as empresas controladas e coligadas para evitar o problema da dupla

⁶ O fim das finanças administradas e do sistema fordista de relação salarial impôs a lógica do mercado na determinação dos salários. Devido a este fator, juntamente com o aumento da taxa de desemprego, que reduz o poder de negociação coletiva dos sindicatos, parte dos ganhos de produtividade deixou de ser repassada aos trabalhadores, favorecendo o aumento da participação do lucro. Assim, a combinação entre um regime de fundos próprios e a exigência de aumento do retorno do capital, favorece a distribuição da renda agregada ao detentor do capital (acionista) em detrimento do trabalhador (Plihon, 1999; Boyer, 2009).

⁷ 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.

⁸ Crotty (2003) demonstrou que o lucro não operacional foi mais importante que o operacional na economia dos Estados Unidos na década de 1990.

contagem. A amostra foi composta por empresas de capital aberto que apareceram em todos os anos e tinham todas as informações disponíveis, totalizando 81 empresas. Os valores referem-se ao final do período, ou seja, 31 de dezembro de cada ano, a preços constantes de 2008.

Para determinar o padrão de financiamento utilizou-se a metodologia proposta por Singh e Hamid (1992), através da qual o crescimento das empresas é medido pela variação do capital de longo prazo. Ou seja, analisou-se a evolução do padrão de financiamento, observando o comportamento da participação de cada fonte de recursos no capital de longo prazo. Estas fontes são: financiamento interno, endividamento e emissão de ações, demonstradas pelas equações 1, 2 e 3, respectivamente.

$$Financiamento\ Interno = \frac{\sum_{m+1}^n (lucro\ líquido - dividendos)}{\sum_{m+1}^n \Delta(ativo\ total - passivo\ circulante)} \quad (1)$$

$$Endividamento = \frac{\sum_{m+1}^n \Delta(exigível\ a\ longo\ prazo)}{\sum_{m+1}^n \Delta(ativo\ total - passivo\ circulante)} \quad (2)$$

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

A taxa de retenção foi calculada da seguinte maneira:

$$Taxa\ de\ retenção = \frac{\sum_m^n (Lucro\ antes\ do\ imposto\ de\ renda - Dividendos)}{\sum_m^n Lucro\ Líquido} \quad (4)$$

Onde:

m = é o período inicial

n = é o período final

Para garantir a consistência dos resultados, foram eliminadas as empresas que apresentaram indicadores de autofinanciamento e de endividamento inferiores a -100% e superiores a +200%, indicador de emissão de ações superior a +100% e inferior a -100%, crescimento anual das receitas e dos ativos acima de 100%, e relações entre dívida e ativo total e entre dívida total e patrimônio acima de 1000%. O uso destes critérios resultou em uma amostra de 50 empresas de capital aberto para o período de 1995 a 2008.

3.1 – Padrão de Financiamento das Empresas

De 1995 a 2008 a principal fonte de financiamento das empresas da amostra foi o recurso próprio interno, seguido do endividamento e, por último, emissão de ações. Em média, 58,41% do crescimento das empresas foi financiado com recursos próprios, 32,41% através de dívidas e 9,04% via emissão de ações (tabela 1). Estes resultados são próximos aos encontrados por Filleti (2010), que utilizou a mesma metodologia para determinar o padrão de financiamento das empresas brasileiras.

Tabela 1
Padrão de Financiamento das Empresas Seleccionadas

<i>Período</i>	<i>Recursos Internos</i>	<i>Endividamento</i>	<i>Emissão de Ações</i>	<i>Total de Empresas*</i>	<i>Taxa de Retenção</i>
1995-2008	58,41%	32,41%	9,04%	50	69,81%
1995-2000	30,05%	26,06%	43,90%	46	
2001-2008	55,33%	42,93%	3,72%	43	

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

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

Observa-se que o padrão de financiamento foi diferente entre os períodos de 1995 a 2000 e de 2001 a 2008. No primeiro, a principal fonte de financiamento das empresas foram as ações, seguida por recursos internos e dívidas. Estes resultados são próximos ao encontrado por Zonenschein (1998) para o mesmo período. Este aumento da importância do financiamento via emissão de ações pode estar relacionado aos seguintes fatores: ao processo de privatizações e ao retorno do país ao fluxo de capital internacional, que resultaram no crescimento do mercado de capitais brasileiro; e à manutenção dos juros reais em patamares elevados, o que torna o uso da dívida muito oneroso.

Os resultados do segundo período, de 2001 a 2008, mostram uma grande redução do financiamento via emissão de ações (de 43,90% para 3,72%) e um aumento do uso de dívida (de 26,06% para 42,93%). Como apontado por Filleti (2010), esta mudança se deve ao viés anti-IPO das empresas no período. E segundo Plihon (2005), em uma economia financeirizada a emissão líquida de ações tende a ser negativa, pois a política de recompra de ações reduz os recursos desta fonte de financiamento⁹. Esta mudança observada nas fontes de financiamento é relevante e mostra uma alteração na governança destas empresas, que passaram a focar a criação de riqueza ao acionista.

Considerando todo o período, de 1995 a 2008, observou-se que quase 50% das empresas da amostra apresentaram emissão líquida de ações negativa. Assim, parte dos recursos disponíveis para financiar seu crescimento econômico, recursos internos e dívida, foi utilizada para recompra de ações. Então, o regime de fundos próprios é o padrão de financiamentos destas empresas. A redução da participação do mercado de capitais no financiamento do investimento e o aumento dos recursos próprios são características do processo de financeirização ou do padrão de financiamento em uma economia financeirizada.

A taxa de retenção observada no período de 1995 a 2008 foi de 70% (tabela 1), enquanto Singh (1995) encontrou uma taxa de 94% para o período de 1985 a 1991. Esta queda pode ser explicada pelos seguintes fatores: a) na década de 1980, devido à alta incerteza da economia brasileira, as empresas não-financeiras reduziram seu endividamento, principalmente em moeda estrangeira (reduzindo suas despesas financeiras) e sua distribuição de dividendos; b) elevaram o *mark-up* para aumentar a taxa de retenção e reduzir sua exposição ao risco. As empresas não-financeiras adotaram uma estrutura patrimonial mais defensiva, afetando suas políticas de financiamento e investimento e as estratégias de formação de preços. Ou seja, para proteger-se da desvalorização patrimonial, estas empresas mudaram o foco para resultados de curtíssimo prazo e

⁹ É importante destacar que esta metodologia não consegue captar as emissões das ações das empresas que não fazem parte da amostra. No ano de 2007, novas empresas abriram o capital e realizaram emissão primária de ações. Dado que estas empresas não fazem parte da amostra, pois não apareceram em todos os anos, pode-se estar subestimando o papel do mercado de capitais no financiamento do crescimento das empresas. Também vale lembrar que o financiamento via emissão de ações foi obtido de forma residual, o que pode torná-lo superavaliado.

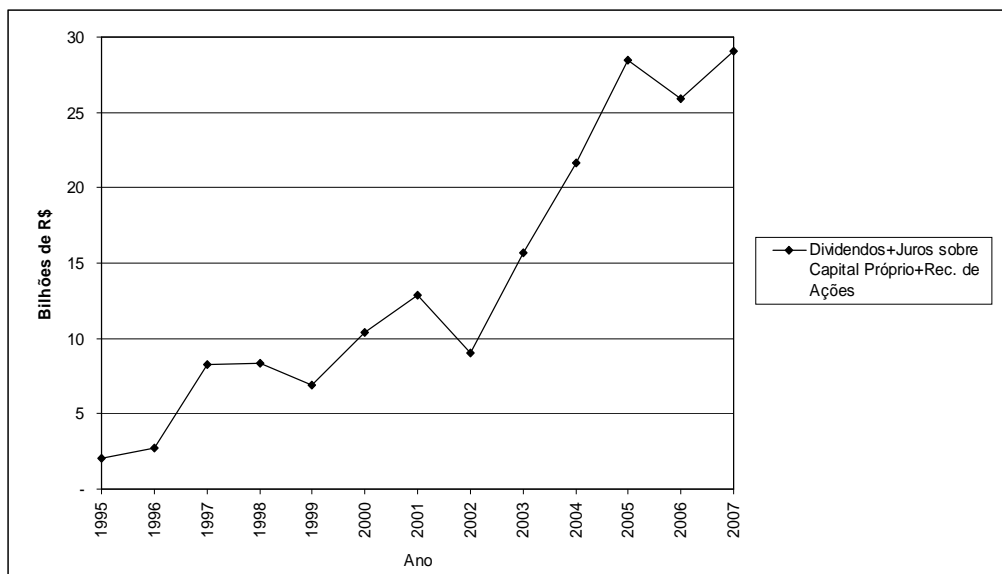
aumento da liquidez, levando ao aumento da demanda por ativos financeiros indexados e à redução do endividamento¹⁰ e do investimento produtivo e aumentando a taxa de retenção (Pereira, 2000).

Nos anos 1990 houve a intensificação do processo de liberalização e desregulamentação do mercado financeiro nacional com a mudança do marco regulatório, no intuito de adequar a legislação do país à realidade dos mercados financeiros internacionais, permitindo que as empresas não-financeiras ampliassem suas fontes de financiamento (Carneiro, 2002). O retorno do país ao fluxo de capital externo e a estabilização dos preços reduziu a incerteza da economia. A partir de 2004 ocorreu o segundo ciclo de entrada de capital externo no país, resultando no aumento da liquidez e do valor das empresas no mercado de capitais. Neste ambiente de euforia houve um crescimento das vendas (possibilitando o aumento do *markup*), e uma redução da percepção do risco das empresas e de sua preferência pela liquidez, o que aumentou seu endividamento e as despesas financeiras. Além disto, houve uma mudança na governança das empresas voltando-se à criação de riqueza aos acionistas, o que resultou no aumento da distribuição de dividendos, de juros sobre o capital próprio e dos gastos com a recompra de ações, reduzindo o numerador da equação 3.

O gráfico 1 mostra o aumento dos gastos com a distribuição de dividendos, juros sobre o capital próprio (prática adotada no Brasil a partir de 1996) e recompra de ações de 1995 a 2007, que passaram de quase R\$ 2 bilhões em 1995 para quase R\$ 30 bilhões em 2007. Assim, a combinação entre estes três tipos de gastos denota uma preocupação por parte das empresas em proteger seu valor de mercado, a rentabilidade do capital e os rendimentos do acionista. Tais práticas resultaram na queda da taxa de retenção, com impactos negativos sobre o crescimento do imobilizado ao longo do período.

Gráfico 1

Dividendos Distribuidos, Despesas de Juros sobre o Capital Próprio e Recompra de Ações em Bilhões de Reais a preços constantes de 2008: 1995-2007



Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

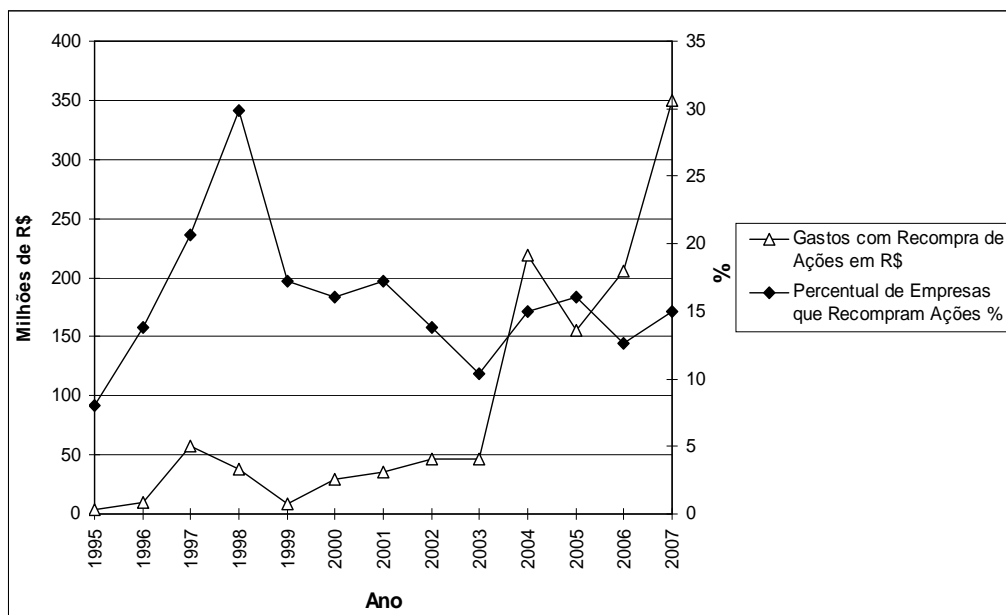
O gráfico 2 mostra que a recompra de ações não era muito comum no início da década de 1990, mas a partir de 1999 este gasto se tornou crescente, passando de R\$ 5 milhões para quase R\$

¹⁰O ajuste externo e os desequilíbrios internos afetaram as expectativas dos agentes em relação ao fluxo de caixa esperado dos investimentos e os custos de produção em moeda nacional. Ao aumentar a incerteza sobre o retorno de um investimento, a aceleração inflacionária aumentou a preferência pela liquidez, elevando a demanda por ativos financeiros mais líquidos e de menor risco: títulos públicos indexados e moedas estrangeiras (Pereira, 2000).

350 milhões em 2007. O número de empresas que comunicaram a prática de recompra de ações aumentou neste período, passando de 8% em 1995, para 23% em 1997 e 29% em 1998. A partir de 1999, observou-se uma diminuição deste percentual, mas os recursos para este fim foram crescentes. Neste período, o valor econômico e de mercado destas empresas aumentaram significativamente, o que pode estar relacionado a esta prática e ao aumento da liquidez no mercado internacional. A recompra de ações foi financiada, principalmente, pelo aumento do endividamento de longo prazo e por recursos internos. Ressalta-se que isto ocorreu principalmente em períodos de crise econômica e/ou de desvalorização das ações no mercado de capitais nacional.

Gráfico 2

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

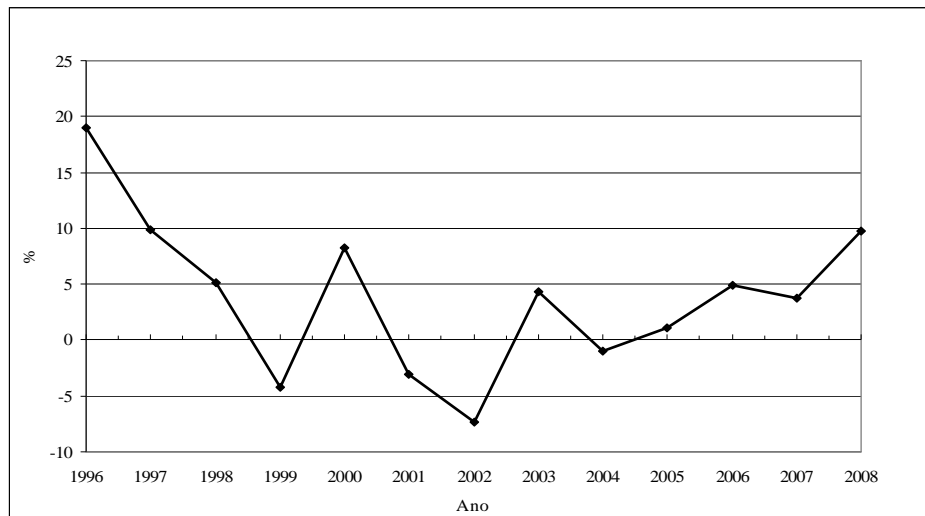


Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

Esta gestão das empresas, convergente aos princípios maximização da riqueza do acionista, reduziu os recursos disponíveis para investimentos de longo prazo, afetando os gastos com o imobilizado ou ativo fixo. A taxa de crescimento do imobilizado líquido entre 1997 e 1999 foi negativa, com recuperação em 2000, e nova queda em 2001 e 2002 (gráfico 3). Esta nova queda decorreu da crise energética e do aumento da incerteza no mercado mundial após os atentados de 11 de setembro, que reduziram o valor das empresas no mercado de capitais, levando-as a aumentar a distribuição de juros e dividendos para proteger o acionista. A partir de 2004, ocorreu o segundo ciclo de entrada de capital externo no país, resultando no aumento da liquidez e do valor das empresas no mercado de capitais. Neste ambiente de euforia houve um crescimento das vendas (possibilitando o aumento do *markup*), e uma redução da percepção do risco das empresas e de sua preferência pela liquidez, o que aumentou seu endividamento. Estes fatores permitiram que as empresas aumentassem a distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio e também os gastos com o imobilizado. O período de 2004 a 2008 foi marcado por um crescimento tipo *finance-led*, como apontado por Bruno *et al* (2011). Porém, a taxa de crescimento do imobilizado não voltou aos níveis observados em 1996.

Gráfico 3

Taxa de Variação Real do Imobilizado Líquido: 1996-2008



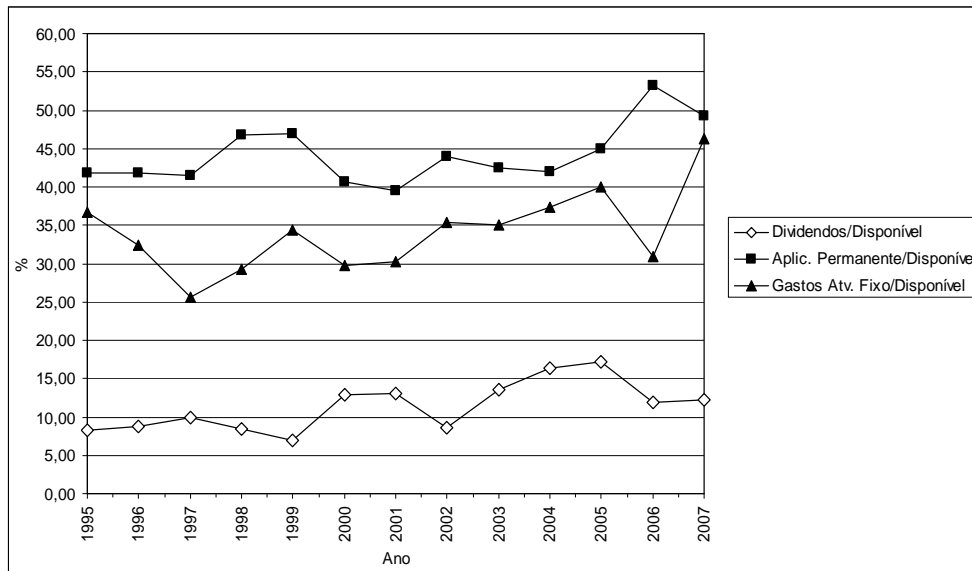
Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

Além disto, observou-se um *trade-off* entre os gastos com ativo fixo e/ou imobilizado e a distribuição de dividendos (gráfico 4). Isto revela a preocupação das empresas em atender os interesses dos acionistas, pois em períodos de incerteza reduziu-se o gasto com imobilizado e aumentou-se a distribuição de dividendos para proteger a rentabilidade do capital. Esse *trade-off* entre distribuição de dividendos e investimento produtivo, com impactos negativos sobre o crescimento de longo prazo, foi apontado por Stockhamer (2008).

Entre 1995 e 1997 os gastos com ativo permanente mantiveram-se constantes, em torno de 42% do disponível, enquanto os gastos com ativo fixo e/ou imobilizado diminuíram, ficando em torno de 25% do disponível em 1997 (gráfico 4). Esta redução foi consequência da Crise Mexicana de 1996, que aumentou a incerteza da economia e reduziu o fluxo de capital estrangeiro para o país. Por outro lado, houve um aumento da participação dos dividendos em relação ao disponível, pois as empresas ampliaram a distribuição de dividendos para manter a rentabilidade das suas ações e evitar perda patrimonial. A partir de 1997 a aplicação no imobilizado aumentou e o gasto com dividendos diminuiu, o que se reverteu em 2000 e 2001, devido ao aumento da incerteza na economia nacional e internacional, levando as empresas a reduzir os gastos com ativo permanente e imobilizado e aumentar a distribuição de dividendos. A partir de 2002 a distribuição de dividendos e o gasto com o ativo fixo aumentaram e o gasto com o permanente diminuiu.

Gráfico 4

Distribuição de Dividendos, Ativo Permanente e Ativo Fixo, em relação ao Disponível: 1995-2007



Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

O crescimento mais lento do imobilizado e/ou do ativo fixo no período reduziu sua participação no Ativo Total. Entre 1995-1997 o imobilizado correspondia a 46% do Ativo Total, caindo para 32% em 2007-2008 (tabela 2). Em contraposição, as empresas se tornaram mais líquidas, havendo um aumento da razão Ativo Circulante/Ativo Total, que passou de 35,3% em 1995-1997, para 46,8% em 2007-2008. Isto resultou no aumento das aplicações financeiras de curto prazo em relação ao ativo circulante, que foram reduzidas drasticamente no período de 2007-2008 devido à crise financeira.

Tabela 2

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

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

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

Obs.: IMOB = Imobilizado; AC = Ativo Circulante; APL. CP = Aplicações Financeiras de Curto Prazo; AT = Ativo Total

Esta mudança na governança das empresas, que resultou no aumento da distribuição da riqueza da empresa ao acionista (dividendos e juros sobre o capital próprio) e o aumento da prática financeira de recompra de ações, combinados com um crescimento mais lento do imobilizado, afetaram os índices de rentabilidade destas empresas.

3.1.1 – A Gestão Focada no Retorno do Capital

Entre 1995 e 2008 a rentabilidade do Patrimônio Líquido e do Ativo Total aumentaram. O ROE (Lucro Líquido/Patrimônio Líquido) passou de 9,29%, em 1995-1997, para 17,07% em 2007-

2008. A rentabilidade do ativo total ou ROA (Lucro Líquido/Ativo Total) passou de 1,56% em 1995-1997 para 6,13% em 2007-2008 (tabela 03). O aumento da rentabilidade do capital foi causado por uma combinação de vários fatores: 1) política de elevação do *markup*; 2) crescimento mais lento do PL e do AT em relação ao lucro líquido, devido à queda da taxa de retenção (distribuição de dividendos e dos juros sobre o capital próprio); 3) política de recompra de ações ao longo do tempo, o que reduz o valor do patrimônio líquido; 4) crescimento mais lento do imobilizado em relação ao lucro líquido, devido à mudança na gestão da empresa de “reter e investir” para “*dowsizing* e distribuir”.

Tabela 3

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

Período	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2008
ROE	9,29%	12,07%	13,81%	17,79%	17,07%
ROA	1,56%	4,37%	5,34%	5,89%	6,13%

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

Esta mudança na gestão também afetou o valor econômico das empresas, elevando o q de Tobin (gráfico 5), o que se deve a vários fatores: crescimento mais lento do imobilizado e do Ativo Total das empresas, práticas de recompra de ações, valorização dos preços das ações (principalmente a partir de 2004) devido ao bom período do mercado de capitais brasileiro e ao aumento do endividamento das empresas. Ou seja, o numerador da equação (soma do valor da empresa no mercado de capitais e do valor contábil do capital de terceiros líquido) cresceu mais do que o custo de reposição do ativo¹¹.

A análise do comportamento do q de Tobin pode se dividida em dois períodos. No primeiro, de 1995 a 2002, o q de Tobin foi menor do que a unidade. Neste caso, a empresa pode maximizar o seu valor econômico reduzindo o ativo total, ou seja, reduzindo o investimento produtivo, o que condiz com o crescimento negativo do imobilizado líquido observado. No segundo período, de 2003 a 2008, o q de Tobin foi maior do que a unidade. Neste caso, a empresas podem maximizar o seu valor de mercado aumentando o ativo total, ou seja, aumentando o investimento, o que também é coerente com o aumento observado no imobilizado líquido e nos gastos com o ativo fixo. Este crescimento coincide com o segundo ciclo de influxo de capital externo no mercado de capitais nacional.

¹¹ Para calcular o q de Tobin foi adotada a metodologia desenvolvida por Cheung e Pruit (1994), o qual é obtido através da seguinte equação:

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

onde:

q = Q de Tobin médio

VMF = Valor Total da Firma

VRA = Valor de Reposição do Ativo

VMA = valor da empresa no mercado de capitais (capital próprio)

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

AT = valor contábil do ativo total da empresa

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

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

Onde:

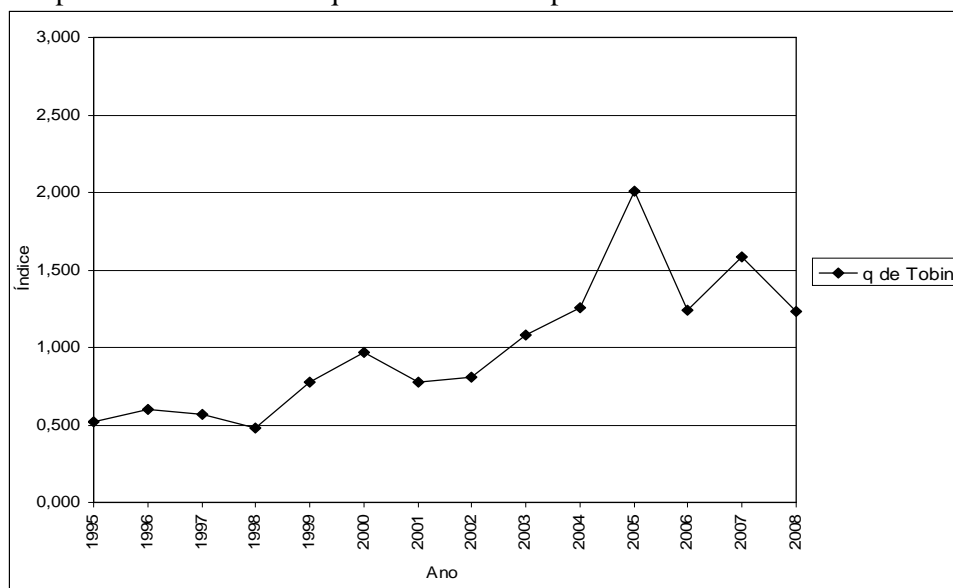
PC = valor contábil da dívida de curto prazo (passivo circulante); AC = valor contábil do ativo circulante; E = valor contábil dos estoques; DLP = valor contábil da dívida de longo prazo (igual ao exigível de longo prazo)

Substituindo, tem-se:

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

Gráfico 5

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



Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

Apesar da desvalorização de quase 50% no valor de mercado a partir do segundo semestre de 2008 devido à crise financeira internacional, não houve uma grande redução do q de Tobin, pois as empresas aumentaram seu endividamento líquido, compensando parte da queda. Ou seja, as empresas alteraram sua estrutura de capital, elevando a participação do capital de terceiros para manter sua rentabilidade e seu valor econômico.

3.1.2 – Estrutura de Capital

A mudança no padrão de financiamento das empresas afetou sua estrutura de capital. Observou-se um aumento do endividamento ao longo do período, movimento contrário ao observado na década de 1980, quando, segundo Pereira (2000), as empresas diminuíram seu endividamento, principalmente em moeda estrangeira, para reduzir sua exposição ao risco. Mas, a partir de 1995 o endividamento bruto das empresas foi crescente, passando de quase R\$ 100 bilhões em 1995 para quase R\$ 300 bilhões em 2008, em preços constantes de 2008, alterando os índices da estrutura de capital.

A dívida total onerosa sobre o patrimônio líquido foi crescente entre 1995 e 2003, passando de 71,83% do PL em 1995-1997, para 117% em 2007-2008 (tabela 04). O perfil desta dívida onerosa é de longo prazo, representando quase 55% do total. Porém, a relação de capital de terceiros (PC + ELP) sobre o capital próprio (PL) foi crescente ao longo do período. A razão do capital de terceiros sobre o PL que era de quase 155% em 1995-1997, passou para 216% em 2007-2008. Ou seja, no período da crise as empresas recorreram mais ao capital de terceiros para financiar suas atividades. Isto resultou no aumento das despesas financeiras, que cresceram quase 80% entre 2007 e 2008. Consequentemente, à medida que as empresas aumentaram seu passivo, a estrutura patrimonial tornou-se mais frágil, do tipo *Especulativa e Ponzi*.

A razão dívida total sobre Ativo Total ficou em torno de 35%, em média, durante todo o período. Em 1995-1997 esta razão era de 36%, caindo para 32% em 1998-2000, devido ao aumento da incerteza, que levou as empresas a reduzirem o endividamento para diminuir sua exposição ao risco. A partir de 2004 esta razão teve uma pequena queda devido à valorização cambial, que reduziu o valor da dívida externa em moeda nacional, ao aumento da taxa de crescimento do

imobilizado e à valorização dos preços das ações no mercado de capitais, que elevou o valor do ativo das empresas.

Tabela 4

Indicadores Médios de Endividamento das Empresas Seleccionadas: 1995-2008

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

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

Obs: Dív.Onerosa = Dívida

Onerosa = Empréstimo e Financiamentos de CP e LP + Debêntures CP e LP.

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

O aumento do endividamento oneroso de longo prazo das empresas melhorou os índices de liquidez, principalmente no período de 2007-2008 (tabela 5). O índice de liquidez corrente passou de 1,26% em 1995-1997, para 1,59% em 2007-2008. E o de liquidez seca, sem contabilizar os estoques, passou de 1% em 1995-1997, para 1,15% em 2007-2008. Esta melhora nos índices, principalmente de liquidez seca, não está associada a um aumento das vendas, pelo contrário, a liquidez corrente aumentou devido ao aumento do prazo médio de estocagem. Parte dos recursos financeiros do endividamento foi aplicada no caixa das empresas, melhorando estes índices e, também a razão Ativo Circulante/ Ativo Total, como discutido no ítem 2 (tabela 2).

Tabela 5

Índices de Liquidez Corrente e Seca: 1995-2008

Período	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2008
Liquidez Corrente	1,26%	1,39%	1,22%	1,39%	1,59%
Liquidez Seca	1,00%	0,97%	0,937%	1,09%	1,15%

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

Apesar de ter ocorrido a troca de dívida de curto prazo por dívida de longo prazo, o endividamento de curto prazo das empresas não-financeiras brasileiras foi superior ao das empresas norte-americanas e de outros países em desenvolvimento, como se pode observar nos trabalhos apresentados por Silva e Valle (2008), Cleassens, Djankov e Lang (1998). Deve-se destacar que o uso de mais dívida foi disfarçado pela valorização do ativo e do patrimônio das empresas e, conseqüentemente, a deterioração da estrutura financeira só foi percebida quando ocorreu a reversão das expectativas em 2008. Devido a crise financeira deste ano, que resultou no aumento na preferência pela liquidez, esta fragilidade foi revelada. Assim, as evidências mostram que houve uma mudança na governança das empresas não-financeiras brasileiras para a criação de riqueza ao acionista, o que afetou negativamente o investimento produtivo e a estrutura patrimonial destas empresas.

4 – Considerações Finais

A mudança no padrão de financiamento das empresas brasileiras não financeiras de emissão de ações para fundos próprios afetou sua estrutura de capital e reflete a mudança ocorrida em sua GC, agora direcionada à criação de riqueza ao acionista. Houve uma mudança na gestão da empresa baseada em “reter e investir” para a estratégia de “*downsizing* e distribuir”. No período de 1995 a

2008 as empresas aumentaram a distribuição de dividendos e o pagamento de juros sobre o capital próprio, bem como aumentaram os recursos financeiros para a recompra de ações e suas atividades financeiras. Estes fatores resultaram no aumento do valor econômico das empresas, observado pelo crescimento do q de Tobin, e no aumento da rentabilidade do capital, observado pelo crescimento do ROE e do ROA.

O padrão de financiamento baseado em fundos próprios favoreceu a distribuição de riqueza ao acionista, como discutido por Plihon (1999) e Paulré (2011). Consequentemente, houve uma queda da taxa de retenção, com efeitos negativos sobre o imobilizado, o qual cresceu mais lentamente no período, comprometendo o desempenho de longo prazo das empresas e o crescimento econômico do país. Além disto, as empresas recorreram ao capital de terceiros (dívida) para criar riqueza ao acionista (recompra de ações, distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio), o que afetou sua estrutura patrimonial. Portanto, as empresas usaram práticas financeiras e patrimoniais para elevar a rentabilidade do capital e seu valor de mercado, com conseqüências negativas sobre o crescimento de longo prazo.

O aumento do endividamento e o foco em resultados de curto prazo destas empresas conduziram a uma estrutura patrimonial mais frágil, do tipo Especulativa e *Ponzi*, elevando a fragilidade das empresas e da economia como um todo. A reversão das expectativas em 2008, causada pela crise financeira internacional, provocou uma desvalorização no valor das empresas no mercado de capitais e dos seus ativos, elevando as razões da dívida sobre Patrimônio Líquido e sobre o Ativo Total, o que ressaltou a fragilidade despercebida no período de euforia. A deterioração do cenário internacional levou os investidores a realizar seu ganho de capital, o que provocou uma queda no valor de mercado das empresas. Neste cenário, as empresas reduziram o investimento produtivo, venderam parte de seus ativos financeiros e elevaram seu endividamento de longo prazo. A saída dos recursos do mercado de capitais pressionou o mercado cambial e levou o governo a aumentar a taxa de juros, o que não impediu a saída de capital e a desvalorização cambial. O aumento dos juros e a redução do valor de mercado das empresas diminuíram a eficiência marginal do capital, provocando uma redução no crescimento do investimento e no crescimento econômico. Portanto, o processo de financeirização aumentou a fragilidade das empresas e da economia, no sentido minskyano, elevando a probabilidade de crises financeiras que impactam o setor real da economia por meio da redução do investimento produtivo.

Referências Bibliográficas

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

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

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

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

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

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

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

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

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.

CROTTY, J. The Neoliberal Paradox: the impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era. **Review of radical Political Economics**, v. 35, n. 3, 2003, p. 271-279.

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

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

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

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

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

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

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.

GONZÁLEZ, I. e SALA, H. Investment Crowding-Out and Labor Market Effects of Financialization in the U.S. **IZA Discussion Paper**, n. 7272, 2013. 28p.

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

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

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

LAZONICK, W e O’SULLIVAN, M. Maximizing Shareholder Value: a new ideology for corporate governance. **Economy and Society**, v.29, n.1, p.13-35, 2000.

MODIGLIANI, F. e MILLER, M. H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a correction. **American Economic Review**, 1963 p. 433-443.

MINSKY, H. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986. 301p.

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

PAULRÉ, B. Capitalismo Cognitivo e Financeirização dos Sistemas Econômicos. *In*: FUMAGALLI, A. e MEZZADRA, S. (Org.). **A Crise da Economia Global**: mercados financeiros, lutas sociais e novos cenário políticos. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, p.235-26, 2011.

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

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

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

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

SINGH, A. Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies. **International Finance Corporation**, Washington: Technical Paper, n. 2, 1995, 75 p.

SINGH, A.; HAMID, J. Corporate Financial Structures in Developing Countries. **International Finance Corporation**, Washington: International Finance Corporation, 1992 (Technical Paper, 1).

SINGH, A.; SINGH, A e WEISSE, B. Corporate Governance, Competition, the New International Financial Architecture and Large Corporations in Emerging Markets. **ESRC Working Paper**, University of Cambridge, n.250, 2002. p.68.

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

STOCKHAMMER, E. Some Stylized Facts on the Finance-dominated Accumulation Regime. **Competition and Change**, v. 12, n. 2, p.184-202, jun. 2008.

STOCKHAMMER, E. Financialization and the Global Economy. **UMASS Working Paper Series**, n. 240, 2010. 17p.

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