

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

Área 1: Macroeconomia, política econômica e financiamento do desenvolvimento

Luccas Assis Attílio (Professor UFOP)

Anderson Tadeu Marques Cavalcante (Professor UFMG/CEDEPLAR)

Resumo: Esse artigo avalia o grau de financeirização da estratégia de *maximizing shareholder value* para uma amostra de empresas não-financeiras de capital aberto entre 1997 e 2013 e estima seu impacto sobre o emprego em respectivos setores de atividade econômica. Para estimar tais efeitos, utilizou-se a Teoria da Reação em Cadeia e o método de Mínimos Quadrados em Dois Estágios. Os resultados indicam que o aumento da distribuição de dividendos, via *maximizing shareholder value*, tem efeitos negativos sobre o emprego, porém os resultados não permitem afirmar que ocorre financeirização da estratégia corporativa no Brasil.

Palavras-chave: Financeirização, *Maximizing Shareholder Value*, Empresas não-Financeiras, Emprego.

Código JEL: G00; G30; E02; J60.

Abstract: This article investigates the degree of financialization of the so called *maximizing shareholder value* strategy for a sample of non-financial publicly held companies between 1997 and 2013. It also estimates the latter impact over employment on firms' respective sectors of activity. In order to estimate such effects the Chain Reaction Theory and the Two-Stage Least Squares method were used. Results indicate that increases in shared dividends, via maximizing shareholder value strategy, have negative effects over sectoral employment. However, results are not robust enough to indicate the financialization of such corporate strategy in Brazil.

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

JEL Code: G00; G30; E02; J60.

1. Introdução

Os anos após a Segunda Guerra Mundial podem ser divididos em três períodos em termos de regimes econômico internacionais. Sob a égide dos Acordos de Bretton Woods, presenciou-se robusto crescimento do produto e emprego em diversas economias (Arrighi, 1994), além da expansão do comércio internacional. O setor financeiro atuava às vistas dos controles sobre câmbio e movimentos de capitais internacionais, o que limitava sua expansão mas permitia a flexibilidade da política econômica necessária para o crescimento e ao pleno emprego (Myrdal, 1977).

Esse quadro se modificou ao final dos anos 60 e início dos anos 70, quando os Estados Unidos abandonam os Acordos de Bretton Woods, inaugurando o regime de interdependência. Com o esgotamento das tentativas de cooperação internacional, os choques de preços do petróleo e, por fim, o aumento da taxa de juros norte-americana em 1979, o quadro econômico internacional em muito se agravou no período, com retração do produto e processo inflacionário em ascensão. As reformas adotadas a partir do fim dos anos 70 caracterizaram-se pelo objetivo de liberalizar diferentes mercados nas economias domésticas (Ostry, Loungani e Furceri, 2016). Entre essas medidas, destacou-

se a liberalização financeira, um conjunto de políticas que defendia a abertura e a desregulamentação dos mercados financeiros nacionais. Com o fim da URSS, observa-se a instauração do atual regime de globalização (financeira), fruto da maior integração dos mercados mundiais, do aumento dos fluxos de pessoas, produtos, informação e, mais proeminentemente, dos fluxos de capitais e das operações financeiras (Mishkin, 2009). A crescente onda de financeirização afeta diversos setores de atividades, inclusive influenciando as estratégias de acumulação de diferentes agentes econômicos. Entre as estratégias afetadas, inclui-se o *Maximizing Shareholder Value* (MSV) ou “estratégia de maximizar o valor do acionista”, pela qual empresas priorizam a elevação do valor de suas ações e o pagamento de dividendos para os acionistas. Crescentemente as empresas têm direcionado seus esforços à obtenção de lucros financeiros, deixando atividades produtivas em segundo plano (Lazonick, 2012). Esse comportamento tem impactado no mercado de trabalho, reduzindo a criação de vagas e fragilizando a situação dos trabalhadores (Lapavistas, 2009).

Essa relação entre a ascensão da estratégia de MSV, a financeirização e a perda de dinamismo no mercado de trabalho tem sido crescentemente retratada pela literatura (Lazonick e O’Sullivan, 2000; Stockhammer, 2004; Lazonick, 2012), sendo esse o foco desse artigo. Não obstante a relevância desse tema em escala internacional, poucos trabalhos se propuseram a tratar desse tópico em relação à economia brasileira. Em particular não há, salve engano, nenhum trabalho que investigue empiricamente os efeitos do MSV sobre emprego no Brasil. Isso se dá tanto pelas características dos mercados no país quanto pela limitação de fontes de dados. Dessa forma, esse artigo pretende preencher tais lacunas, ajudando a fomentar o debate sobre MSV.

Para atingir esse objetivo, será analisada uma amostra de empresas não-financeiras de capital aberto que operaram no Brasil entre os anos de 1997 a 2013. A dinâmica de funcionamento dessas firmas será investigada por meio de indicadores dos setores produtivo e financeiro, dando destaque às possíveis características relativas ao processo de financeirização. Feito isso, um modelo econométrico é construído utilizando a Teoria da Reação em Cadeia (González e Sala, 2013), com o objetivo de verificar o impacto da distribuição de dividendos (via MSV) dessas firmas sobre o emprego em setores econômicos respectivos. O método de Mínimos Quadrados em Dois Estágios é usado para estimar a relação entre o MSV, o investimento e o emprego setorial.

Os resultados econométricos confirmam a hipótese do impacto negativo da distribuição de dividendos sobre o emprego, mas não indicam impactos significativos da financeirização. Os efeitos são analisados por meio do papel intermediador do investimento: em um primeiro estágio, o pagamento de dividendos reduz o investimento das empresas. No segundo estágio é estimado o impacto do investimento sobre o emprego. Entretanto, não foi verificado efeitos significativos de financeirização nas estimações para as firmas da amostra. É possível afirmar que, para as firmas selecionadas, não há indícios do uso do canal financeiro para fins estritamente especulativos, mas sim como pilar para sustentar o nível de produção e investimento.

O artigo se divide em 4 seções, além dessa breve introdução. A seção 2 analisa a literatura internacional e delimita os termos financeirização e MSV. A seção 3 se subdivide em duas: em um primeiro momento, o desenvolvimento histórico das finanças no Brasil é analisado; na seção 3.2, analisa-se a dinâmica econômico-financeira de 79 empresas não-financeiras de capital aberto entre 1997 e 2013. A seção 4 apresenta o estudo econométrico, utilizando a Teoria da Reação em Cadeia e o método de Mínimos Quadrados em Dois Estágios para estimar impactos da distribuição de dividendos sobre o emprego nos setores das firmas selecionadas. Por fim, a seção 5 tece algumas considerações finais.

2. Financeirização e *Maximizing Shareholder Value*

O termo financeirização não possui uma definição exata, ele comporta diferentes traços que consubstanciam tal fenômeno. Segundo Van der Zwan (2014), o conceito de financeirização pode ser elucidado como elemento de um novo regime de acumulação, por onde se alteram os planos de diferentes agentes econômicos, como o *maximizing shareholder value*, e como um processo mais amplo, de financeirização da vida cotidiana.

Esta última abordagem, mais ampla, retrata a influência das finanças sobre a vida cotidiana dos indivíduos, onde o grau de financeirização representa a participação das famílias nos mercados financeiros. Para Erturk et al (2005), esse processo indica a democratização das finanças, pelo qual indivíduos de classe de renda média e baixa, antes excluídos, acessariam o sistema financeiro motivados pela possibilidade de ganhos de renda e pela percepção tácita de que conseguiriam administrar os riscos advindos da posse de ativos financeiros. Decisões relativas à aposentadoria, ao consumo, lazer e educação passam a ser tomadas com base nas disponibilidades oferecidas pelo mercado financeiro (Lapavitsas, 2011). A vida social e individual do cidadão comum se transforma sob a influência das finanças e a evolução do ciclo de vida se torna cada vez mais financeirizada¹.

Por outro lado, a teoria da regulação analisa a financeirização como um regime sucessor do Fordismo. Boyer (2000) destaca a importância do mercado financeiro em regimes de acumulação crescentemente financeirizados, atuando não somente sobre a concorrência entre empresas e indivíduos, mas também alterando a própria atuação do Estado, que passa a integrar esse novo enfoque na medida em que ajusta-se aos critérios dos mercados financeiros para administrar suas finanças. O lucro financeiro passa a ser uma importante variável para mensurar o rendimento das instituições, sejam elas públicas ou privadas. Nessa abordagem, as finanças conduzem o processo de acumulação de capital.

Desde o fim da Segunda Guerra Mundial as firmas e corporações não-financeiras foram caracterizadas pela autonomia operacional dos gerentes, direcionamento do capital para empreendimentos de longo prazo, gerando maior produção e número de empregos, distribuição mais igualitária dos ganhos de produtividade para os trabalhadores e reduzida influência das finanças sobre suas decisões (Chandler, 1977; Boyer, 2000). Esse quadro é modificado nos anos 1970 e 1980, principalmente dado o quadro de deterioração econômica, aumentos de preços e da internacionalização dos mercados. De acordo com Lazonick e O'Sullivan (2000), conforme as firmas deparavam-se com o aumento da competição externa e a redução da lucratividade, a prática de *maximizing shareholder value* surgiu para tentar contornar esse quadro, sendo visto como um mecanismo eficiente, em um contexto de liberalização de mercados, para fortalecer o desempenho das empresas. Tal estratégia é explicada pela teoria do agente-principal, a qual alia os objetivos dos agentes (gerentes), que visavam o crescimento das empresas, com o do principal (acionistas), cujo propósito se reduz ao retorno de seus empreendimentos (ações) (Lazonick, 2012).

A convergência entre os interesses dos gerentes e dos acionistas ocorreria com a alteração na estrutura de incentivos aos primeiros, ou seja, permitindo que o pagamento dos gerentes passasse a contar com opções de compra de ações da própria empresa, além de outros bônus (Stockhammer, 2004). Ao mesmo tempo, o próprio aumento no pagamento de dividendos para os acionistas acarretava a valorização das ações da empresa, uma vez que atraía novos investidores e confirmava as expectativas do mercado

¹ Não é o foco desse artigo uma descrição mais longa dos traços da financeirização, como a proliferação do rentismo e a expropriação financeira, os quais podem ser vistos nos trabalhos de Palley (2007), Lucarelli (2012), Krippner (2005) e Lapavitsas (2009).

financeiro (Lazonick, 2012). Deste modo, gerou-se a união de interesses entre gerentes e acionistas pela valorização das ações da empresa.

De fato, é possível inferir que tal estratégia logrou frutos na década de 90, seguindo a expansão da economia americana e da liquidez internacional na onda dos desenvolvimentos das tecnologias de informação, inclusive aprofundando o processo de financeirização, especialmente em economias desenvolvidas. Desde então, independentemente da fase do ciclo econômico, diversas empresas não-financeiras têm se engajado na prática de recompras de ações, aquisição de ativos financeiros e maior distribuição de dividendos (Crotty, 2003). Isso representou o deslocamento parcial da fonte de acumulação de capital do setor produtivo para o setor financeiro, causando a desaceleração do investimento em produção, com impactos negativos sobre o emprego e o mercado de trabalho (González e Sala, 2013).

3. Financeirização e a Economia Brasileira

3.1 Crescimento da Importância das Estratégias Financeiras no Brasil

É notório que a partir dos anos 80, após os impactos dos choques do petróleo, do choque de Volcker (1979-1982) e da desaceleração da economia mundial, o Brasil passou a conviver com recorrentes déficits comerciais e aumento das necessidades de financiamento que, aliados à crescente inflação, trouxeram a dívida pública para o eixo central da administração pública (Hermann, 2011). A esse fator somava-se um mercado financeiro pouco desenvolvido e de baixo grau de abertura, o que limitava os canais de financiamento existentes e amplificava os impactos dos choques internacionais no país. Em relação ao mercado de trabalho, a crescente inflação e a queda do crescimento econômico impactaram de forma adversa os trabalhadores: aumento do desemprego, queda do rendimento real médio, aumento da desigualdade de renda e crescimento da informalidade (Arandia, 1991).

Na década seguinte, a privatização de estatais, a abertura comercial e financeira e uma reforma tributária foram realizadas para tentar reverter o quadro de estagnação econômica do país (Garagorry, 2007). Essas medidas resultaram, entre outras coisas, na redução da participação do governo da esfera econômica, bem como havia ocorrido em outros Estados nacionais durante os anos 70 e 80. Adicionalmente, na primeira metade da década de 90 o Plano Real é implementado, encerrando longo período de convívio com alta inflação, mas também aprofundando o endividamento interno e externo do país (Paulani, 2013). De uma forma geral, a taxa de desemprego apresentou tendência crescente em todo o período (Ramos e Britto, 2004). A informalidade também aumentou, apresentando recuo somente a partir do ano de 2000.

De acordo com Belluzo e Almeida (2002), as empresas privadas utilizaram duas estratégias para reduzir a fragilidade financeira em meio a esse contexto: redução do endividamento e o uso de *mark ups*. O aumento da taxa de juros interna e a redução do prazo dos títulos públicos fizeram com que essas firmas transferissem considerável parte de seu capital para a posse de ativos do Estado, resultando no aumento de aplicações financeiras em ativos e títulos do setor público. Concomitantemente, tanto o lucro operacional quanto o lucro financeiro aumentaram, o que pode ser explicado pelo aumento dos *mark ups*, no primeiro caso, e pelas aplicações financeiras, no segundo caso.

Zonenschain (1998) denota que as empresas de capital aberto utilizaram precipuamente do lucro retido para se autofinanciar entre os anos de 1989 a 1996, não obstante o endividamento por intermédio da obtenção de recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (Madeira, 2013). Júnior (2007) também ressalta que de 1996 a 2004 as empresas não-financeiras aumentaram o uso de derivativos

cambiais, muito em virtude da busca por maior proteção devido ao risco de desvalorização cambial e ao agravamento das dívidas em moeda externa.

O período a partir do ano de 2004 representa uma inflexão na trajetória da economia brasileira em termos de crescimento. Os preços das *commodities* nos mercados internacionais crescem com o aumento da demanda por parte de países emergentes, como a China e a Índia, e a liquidez externa é abundante. O Brasil se aproveita desse ambiente econômico e apresenta significativo crescimento do PIB (Baltar, 2015).

Analisando as empresas não-financeiras de capital aberto entre os anos de 1995 a 2012, Miranda (2013) conclui que estas aprofundaram o uso da governança corporativa do tipo MSV. De acordo com o autor, o deslocamento do capital para aumentar a distribuição de dividendos, bem como a busca de lucro no curto prazo, seriam fatores que corroborariam sua tese. Ademais, a redução do investimento dessas firmas, juntamente com o aumento da liquidez, são também fatores que evidenciam a maior relação entre o MSV e os mercados financeiros. Em relação ao mercado de trabalho, em especial no período de 2004 a 2008, o emprego formal cresceu e os salários reais médios aumentaram (Baltar, 2015). Fatores como o *boom* das commodities, liquidez internacional e crescimento econômico contribuíram para fomentar o emprego no país. A política econômica do governo foi em geral marcada pela preservação do mercado de trabalho, a despeito da piora de alguns indicadores econômicos nos últimos anos (Baltar, 2015).

Para fins deste estudo, ainda é possível argumentar que nos anos recentes o mercado de trabalho apresentou melhoras em seus indicadores, ao passo que as empresas, segundo Miranda (2013), intensificaram o uso da estratégia de MSV, ainda que com traços pouco definidos de financeirização. As próximas seções investigam com mais cuidado essa relação.

3.2 Análise das Empresas não-Financeiras de Capital Aberto no Brasil

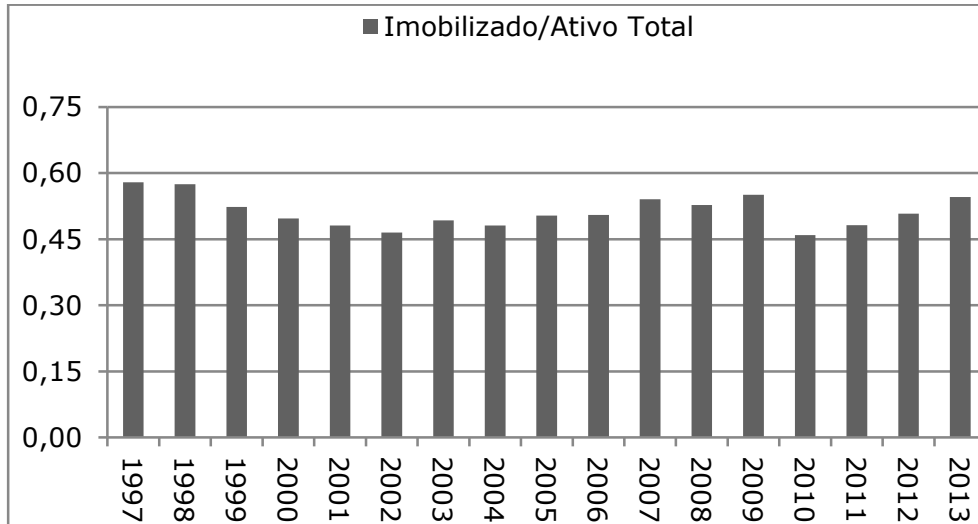
Para realizar a investigação proposta neste estudo, 79 empresas não-financeiras que participam da Bovespa compreendidas em 14 setores da economia são analisadas no decorrer desta seção². A maioria dos dados, deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA, base 2015), foram obtidos do *software* Economatica para o período de 1997 a 2013. Essa amostra inicial de empresas foi selecionada levando em consideração o conjunto máximo de informações consistentes possível³. Sobre este último, tentou-se ser o mais abrangente possível. Todavia, a escassez de dados impediu que uma série mais longa pudesse ser utilizada. Por fim, os dados se referem ao quarto trimestre de cada ano. A tabela 2 (em anexo) resume as variáveis utilizadas na análise.

Os gráficos 1 e 2 exibem, respectivamente, o imobilizado/ativo total e a distribuição de dividendos. No Gráfico 1 o investimento, representado pela proporção imobilizado/ativo total, apresenta uma tendência cíclica ao longo de todo o período. De 1997 a 2002 o seu patamar médio cai, mas se recupera entre 2003 a 2009, sendo que a crise financeira interrompe ligeiramente esse movimento. Esses dados mostram que nos primeiros seis anos da série a acumulação de capital das empresas se reduziu em proporção ao ativo total, em consonância com Miranda (2013). Ademais, é visível também o efeito sobre o investimento dos anos de expansão da economia brasileira.

² A lista de empresas e seus respectivos setores são apresentados no anexo (tabela 1).

³ O número de empresas na amostra é estritamente definido pela disponibilidade de informações de distribuição de dividendos no período entre 1997 e 2014, sendo que empresas que possuíam pouca ou nenhuma informação foram descartadas da amostra.

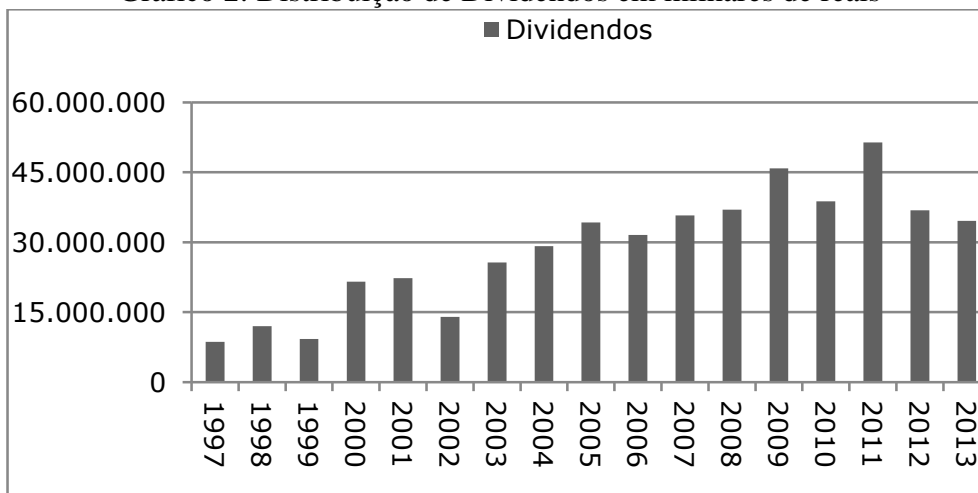
Gráfico 1: Imobilizado/Ativo Total



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

Paralelamente, por meio do gráfico 2, pode-se perceber a crescente distribuição de dividendos dessa amostra de firmas. Em termos da relação entre MSV e investimento, é possível inferir que a grande expansão da distribuição de dividendos se deu exatamente no período pós 2002 de ascensão do ciclo de investimento.

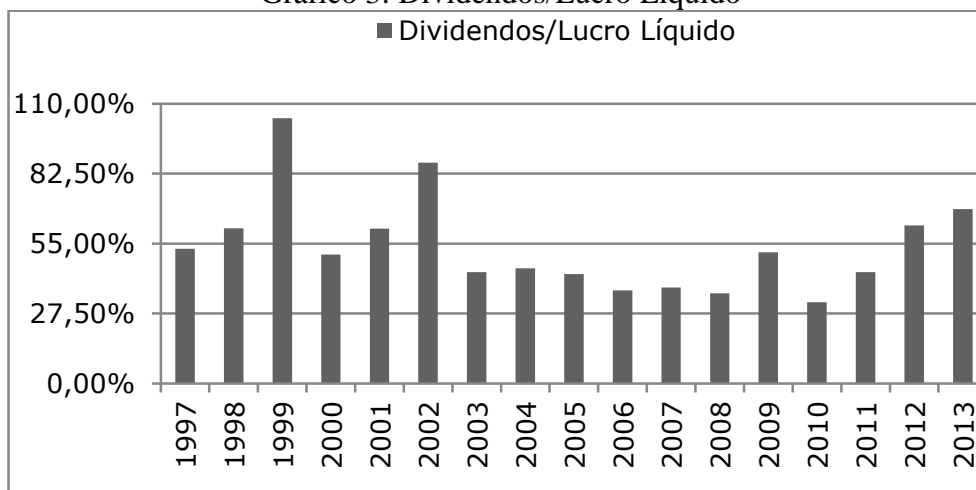
Gráfico 2: Distribuição de Dividendos em milhares de reais



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

Comparativamente às experiências internacionais, Lazonick e O'Sullivan (2000) analisaram empresas de capital aberto dos EUA entre os anos de 1960 a 1998 e apontaram que o valor médio do pagamento de dividendos em proporção ao lucro líquido foi de 50%. Já Lazonick (2012) indica que para 292 empresas de capital aberto dos EUA (1981 a 2007) tal proporção girou entre 40 e 50%. O caso brasileiro pode ser visto no Gráfico 3.

Gráfico 3: Dividendos/Lucro Líquido



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

Assim como os trabalhos de Lazonick (2012) e Lazonick e O'Sullivan (2000), a proporção dividendos/lucro líquido no Brasil variou em torno de 45%. Portanto, a proporção de recursos destinada à remuneração dos acionistas não é tão diferente da vista nos EUA. O que pode se destacar no Gráfico 3, entretanto, é a relativamente baixa proporção dividendos/lucro entre 2003 e 2011 comparativamente ao período de 1997 a 2002. Se compararmos tais dados à distribuição de dividendos (gráfico 2) é perceptível que este aumentou proporcionalmente ao lucro, entre 1997 e 2002, diferentemente do período posterior, onde tanto o lucro quanto a distribuição de dividendos aumentaram proporcionalmente. Portanto, é concebível descrever duas fases no período de análise: nos primeiros 6 anos, há redução do lucro e da acumulação de capital, mas alta relativa de distribuição de dividendos; a partir de 2003 aumentam investimento, lucros e dividendos distribuídos.

Com o objetivo de aprofundar a compreensão da geração de dividendos e o comportamento das firmas selecionadas, a Tabela 3 abaixo resume a dinâmica intertemporal de alguns indicadores. As quatro primeiras linhas da tabela, referentes à relações entre receita operacional (RO), receita financeira (RF), Lucro Retido (LR) e ativo total (AT) indicam que o setor produtivo foi a fonte geradora da maior parte das receitas das empresas. É possível afirmar também que o lucro retido aumentou relativamente aos ativos das empresas. Entretanto, as receitas financeiras se reduzem relativamente ao ativo total, em especial entre 2003 e 2013, o que fica claro também na proporção entre receitas financeiras e operacionais. Em termos de estratégia MSV com alto grau de financeirização, era de se esperar que, caso tal processo fosse condizente com a experiência internacional, o setor financeiro estaria à frente da dinâmica de geração de receitas ou pelo menos apresentasse crescente participação. Portanto a financeirização, no caso brasileiro, aparenta ser muito pouco influente sobre as estratégias das firmas.

Tabela 3: Variáveis de desempenho

Variáveis	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RO/AT	0,42	0,40	0,42	0,52	0,56	0,54	0,58	0,62	0,64	0,59	0,62	0,59	0,48	0,46	0,47	0,47	0,46
RF/AT	0,03	0,03	0,04	0,03	0,04	0,08	0,01	0,01	0,02	0,02	0,03	0,02	0,04	0,02	0,02	0,01	0,01
RF/RO	0,07	0,07	0,10	0,06	0,07	0,16	0,02	0,02	0,03	0,03	0,04	0,04	0,07	0,04	0,04	0,03	0,03
LR/AT	0,13	0,12	0,08	0,11	0,13	0,11	0,14	0,13	0,15	0,15	0,18	0,16	0,20	0,20	0,20	0,19	0,17
RA/RF													30,40	53,88	83,14	42,96	37,80
VCM/RF													67,78	26,91	37,94	15,59	32,64
EF/DF													56,12	78,21	61,86	67,99	53,25
VCM/DF													54,49	20,44	44,41	45,98	38,13

Fonte: Elaboração própria com dados do Economática e CVM.

Notas: RO/AT (receita operacional/ativo total), RF/AT (receita financeira/ativo total), RF/RO (receita financeira/receita operacional), LR/AT (lucro retido/ativo total), RA/RF (receita de aplicações financeiras/receita financeira), VCM/RF (receita com variações cambiais e/ou monetárias/receita financeira), EF/DF (encargos de operações financeiras/despesa financeira) e VCM/DF (despesa com variações cambiais e/ou monetárias/despesa financeira).

Ademais, uma análise mais detalhada dos lucros da amostra de empresas mostra que, em geral, elas operaram com prejuízo financeiro em todo o período, enquanto os lucros não financeiros tiveram significativo aumento. Estes últimos sobem, segundo dados da Economática (2013) de R\$ 51 bi em 2002 para 170 bi em 2011, *pari passu* ao aumento das despesas financeiras, especialmente as relativas à despesas com juros (Miranda, 2013). As últimas quatro linhas da Tabela 3 indicam as principais origens das receitas e principais destinos das despesas financeiras das empresas selecionadas. Apesar da disponibilidade de informações apenas para os anos a partir de 2009, é possível auferir uma relativa importância crescente de receitas de aplicações financeiras (RA) comparativamente a receitas com variações cambiais (que indica indiretamente o uso de instrumentos de proteção cambial) e o peso relativo dos encargos financeiros de juros sobre as despesas financeiras (EF/DF), o que pode indicar maior endividamento das empresas no período.

Em suma, pode-se inferir que o setor produtivo foi o propulsor do crescimento dessas empresas, mais que compensando os resultados financeiros negativos. O aumento da produção e do investimento aparentam terem sido sustentados por crescimento do endividamento das firmas, culminando em crescentes despesas financeiras. Ademais, os resultados positivos no setor produtivo possibilitaram o aumento do lucro retido em proporção ao ativo total e a crescente distribuição de dividendos (LR/AT na Tabela 3). No tocante à estratégia de MSV, a dinâmica de geração de dividendos destoava da vista internacionalmente. Em economias desenvolvidas que adotam o MSV, o setor financeiro tem crescentemente proporcionado receitas que são distribuídas posteriormente na forma de dividendos, enquanto o setor produtivo perde ímpeto, acarretando na desaceleração do investimento produtivo (González e Sala, 2013).

Portanto, essas empresas adotaram a estratégia *maximizing shareholder value*, ainda que com algumas peculiaridades que não permitem afirmar que foi uma estratégia plenamente financeirizada. Entretanto, essa conclusão deve ser vista com parcimônia; alguns fatores como a heterogeneidade da amostra, grau reduzido do desenvolvimento do mercado acionário (Sant'Anna, 2009) e reduzida representatividade dessas empresas em termos da totalidade da economia brasileira evidenciam que algumas inferências devem ser vistas com cautela.

4. Abordagem Teórica e Empírica

4.1 Modelo de Reação em Cadeia

Essa seção descreve a Teoria da Reação em Cadeia (CRT), que serve de base para a construção do modelo econométrico nas seções seguintes. De acordo com Karanassou e Sala (2010), a CRT se baseia em um modelo para descrever o funcionamento de um sistema econômico a partir de uma abordagem dinâmica, que visa explicar a evolução da interrelação entre mercado de trabalho, mercado de capitais e decisões produtivas de firmas.

Para formalizar o estudo sobre variações no emprego via CRT, González e Sala (2013) apresentam três equações⁴:

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

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

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

Onde n_t é o emprego, k_t é o estoque de capital, w_t é o salário real, l_t é a força de trabalho, z_t é a população em idade ativa, pr_t é a produtividade do trabalho e u_t é a taxa de desemprego. Os parâmetros autoregressivos, α_1 e α_2 são positivos e menores do que um. Esses parâmetros também denotam o processo convergente de ajuste do emprego e da força de trabalho. Por fim, os β 's e γ 's são constantes positivas.

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

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

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

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

Como pôde ser visto na equação (1), a variação do estoque de capital influencia o emprego que, por sua vez, interfere na equação (4), ou seja, na taxa de desemprego. Esse é o mecanismo pelo qual o investimento (taxa de crescimento do estoque de capital) impacta no desemprego utilizando a modelagem da Teoria da Reação em Cadeia. Esse artigo utiliza esse mecanismo para captar o impacto do mercado financeiro sobre o mercado de trabalho.

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

Nesse trabalho, a variável investimento funcionou como exógena e a variável financeirização não foi incluída. Esse padrão é abandonado na modelagem de González

⁴ A escolha por um modelo em cadeia se faz, por um lado, pela abordagem teórica, onde a financeirização afeta o investimento das firmas que, em seguida, afeta a demanda de emprego. Por outro lado, um modelo mais generalista geraria problemas de endogeneidade, gerando implicações severas ao modelo econométrico. Um modelo em cadeia (dois estágios) permite lidar com tais situações diretamente.

e Sala (2013). Abrangendo os anos de 1960 a 2009, com o arcabouço da CRT e o método de MQ3E, estes autores tentaram explicar o desemprego dos EUA através da acumulação de capital, ao mesmo tempo captando os efeitos da financeirização sobre o investimento. Para realizar tal tarefa, além das equações comumente retratadas em trabalhos que usam a CRT para explorar o mercado de trabalho (equações 1, 2 e 3), eles adicionaram uma quarta equação:

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

Onde f_t é a financeirização, medida pela soma entre a distribuição de dividendos e pagamento de juros dividida pelo lucro das firmas não-financeiras; cu_t é a capacidade utilizada e cc_t é o custo do capital. Deste modo, não obstante os autores procurarem explicar o desemprego por meio das variações da acumulação de capital, a própria acumulação de capital é explicada pela equação 6, em específico pela financeirização. González e Sala (2013) tornam endógena a variável investimento, ao contrário do trabalho Karanassou e Sala (2010), que tratou essa variável como exógena, entrando na equação de demanda de trabalho.

Nas seções seguintes o objetivo é estimar o impacto da distribuição de dividendos da amostra de firmas analisada na seção 3 sobre o emprego nos seus respectivos setores de atuação. Tal abordagem toma como base o modelo utilizado por González e Sala (2013) para construir um modelo econométrico onde a acumulação de capital é o principal canal entre o MSV e o emprego.

4.2. Metodologia

4.2.1 Base de Dados

O diferencial do imobilizado em milhares de reais deflacionado é a *proxy* para a variável taxa de investimento (Δk_{it}). Optou-se pelo imobilizado porque ele captura as expansões das instalações e capacidade produtiva das firmas. Os dados foram obtidos no Economática (2013). O salário real médio de cada setor deflacionado (sal_{st}) e dados sobre estoque de emprego por setor (emp_{st}) foram obtidos por meio da RAIS (2013).

Além desses dados, foi incluída uma *proxy* para a eficiência por empresa ($efic_{it}$), calculada como a diferença entre o log da receita operacional em milhares de reais e o log do imobilizado em milhares de reais. Tanto a receita operacional quanto o imobilizado estão deflacionados, e foram obtidos no Economática (2013). A definição dessa *proxy* é baseada no modelo de González e Sala (2013), onde a produtividade do capital foi calculada subtraindo o log do produto interno bruto real pelo log do estoque de capital real. No trabalho desses autores, a produtividade foi calculada de forma agregada para a economia americana; aqui a situação é diferente, pois a ausência de dados sobre produção individual impede o cálculo da produtividade por empresa. Dessa forma, para obter uma *proxy* para eficiência produtiva, decidiu-se utilizar a diferença entre a receita operacional e o estoque de capital (imobilizado).

Dados da RAIS (2013) e da Economática (2013) tornaram possível a construção da variável participação de mercado de cada empresa (pm_{it}) usando a receita operacional da empresa dividida pela receita operacional do setor. A variável $emp_{st}pm_{it}$ representa o emprego setorial ponderado pela participação de mercado de cada empresa. Mais uma vez, por conta da impossibilidade de coletar dados de emprego por empresa, a maneira de contornar essa limitação foi utilizar dados do emprego setorial (emp_{st}) e multiplicá-lo pela participação de cada empresa no setor ao qual pertence (pm_{it}), utilizando tal variável como *proxy* para a demanda por emprego de cada firma em seu setor específico.

Sobre as *proxies* de MSV, $divluc_{it}$ foi construída usando os dividendos ponderados pelo lucro líquido para cada empresa. Não obstante a *proxy* $divluc_{it}$, serão testadas outras *proxies* que possam refletir melhor o grau de financeirização das empresas. A $recluc_{it}$ é a *proxy* de financeirização utilizada para verificar se há alguma relação entre financeirização e a taxa de acumulação do capital, com posterior impacto sobre o emprego. Tal variável tende a medir o proporção de receitas financeiras (financeirização) em relação ao lucro das empresas. Dadas as discussões da seção anterior, com indícios de baixo grau de financeirização das estratégias corporativas das empresas selecionadas, os resultados da estimação podem agregar novas evidências para esse estudo. Por fim, a segunda *proxy* para a financeirização é a proporção entre receita e despesa financeira para cada empresa ($recdesp_{it}$). Essa variável também tende a captar a administração financeira das empresas, analisando a relação entre receitas e despesas geradas a partir de diferentes instrumentos financeiros. São dois os canais possíveis de impacto dessa variável: um aumento de $recdesp_{it}$ pode tanto gerar impactos positivos sobre o investimento (via modelos de crescimento *finance-led*), quanto também, de forma oposta, gerar redução do investimento, conforme literatura sobre efeitos danosos dos processos de financeirização sobre a acumulação de capital físico. Todos esses dados foram obtidos no Economática (2013). Por fim, o modelo econométrico, apresentado na próxima seção, será estimado para 52 empresas. Esse é o número máximo de empresas com dados sobre distribuição de dividendos, a variável de interesse, em todo o período selecionado.

4.2.2 Modelo Econométrico

De acordo com a abordagem da CRT, as equações (7) e (8) abaixo são utilizadas no modelo a ser estimado, sendo uma para a acumulação de capital e outra para o mercado de trabalho. A equação de acumulação de capital é a seguinte:

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

O termo Δk_{it} representa a taxa da acumulação de capital por empresa ao longo do tempo, isto é, a diferença do nível de investimento entre o período corrente e o período anterior. É a variável que denota o investimento por empresa, além de ser a variável dependente. Δsal_{st} é a taxa do salário setorial; $efic_{it}$ é o nível de receitas operacionais dado o estoque de capital por empresa, uma *proxy* para eficiência, enquanto $\Delta efic_{it}$ é a taxa de mudança da eficiência. A próxima variável é a $divluc_{it}$, que representa, em termos mais estritos, a estratégia de *maximizing shareholder value* por empresa. É esperado, com base em González e Sala (2013), que $divluc_{it}$ impacte negativamente a taxa de investimento, Δk_{it} , na medida em que uma vez que as firmas passam a priorizar a remuneração dos acionistas em detrimento às atividades produtivas, o investimento pode ser afetado, conforme discutido nas seções 2 e 3. Outras *proxies* de financeirização também serão incluídas no modelo.

A última variável explicativa no modelo é $divluc_{it-1}$, que é a variável da proporção de dividendos defasada em um ano. O argumento para usá-la decorre da tentativa de captar o efeito da decisão passada de distribuição de dividendos sobre a decisão de investimento no presente. Com base na $divluc_{it}$, espera-se um sinal negativo (González e Sala, 2013). E o último termo, u_{it} , representa os erros da estimação.

A segunda equação utilizada, para estimação dos impactos sobre o emprego setorial, é a demanda por trabalho:

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

A variável $emp_{st}pm_{it}$ representa o emprego setorial ponderado pela participação de mercado de cada empresa⁵. Adaptando Gonzalez e Sala (2013), sal_{st} é o salário por setor, $efic_{it}$ é a *proxy* de eficiência da empresa e $\Delta efic_{it}$ sua taxa de mudança. As duas últimas variáveis independentes dessa equação são Δk_{it} e Δk_{it-1} , representando a taxa de acumulação de capital de cada empresa, contemporaneamente e defasada em um período. Conforme González e Sala (2013), o sinal esperado de ambas é positivo. O termo e_{it} representa os resíduos da estimação. Todas as variáveis estão em log e os subscritos i , s e t representam, respectivamente, empresa, setor e tempo.

O método utilizado para estimação é o de Mínimos Quadrados em Dois Estágios (MQ2E). Por conta da presença de *outliers*⁶, o modelo será regredido de forma a ponderar tais observações, tratando problemas de heterocedasticidade (Fox, 2008).

Sobre as *dummies* setoriais, algumas modificações foram feitas em relação à tabela 1 no anexo, que retrata os quatorze setores e as empresas que pertencem a cada um deles. Cada empresa passa a fazer parte de um setor, sendo o critério de classificação setorial da Bovespa, que considera o setor no qual as atividades da empresa são mais significativas. Com a reclassificação, apenas três setores sofreram modificações: o setor 1 passou a ter somente a Vale, o setor 5 somente a Fibria e o setor 6 somente a Klabin. Como as *dummies* setor-empresa são utilizadas como controles, seus resultados serão removidos da apresentação.

4.3 Discussão dos Resultados

A tabela 5 retrata as estimações do modelo (1º estágio) para a taxa de acumulação de capital Δk_{it} (equação 7). Cinco formas funcionais foram testadas, o que agrega também um teste da robustez das estimativas. Na primeira forma funcional, o modelo sem o controle das *dummies* é estimado. Nas outras formas funcionais, são acrescentadas as *dummies* e as variáveis de financeirização, sequencialmente. As regressões apresentaram problemas de autocorrelação em todas as formas funcionais. Para solucionar esse problema utilizou-se erros padrões de Newey-West.

O teste de Hausman, que considera as duas equações do modelo (equações 7 e 8), indicou que a taxa de investimento é uma variável endógena em todas as regressões e, por isso, seria inapropriado tratá-la como exógena, tornando, desse modo, oportuno a especificação e estimação de uma equação para explicá-la.

A validade dos instrumentos ocorre por meio dos testes apresentados em Stock e Yogo (2005). O primeiro teste (MQ2E viés) analisa o viés das estimações do MQ2E relativo às estimações do MQO. Em todas as formas funcionais rejeitou-se a hipótese nula de que aceitaríamos um viés superior a 5%. O segundo teste utiliza valores críticos de Stock e Yogo (2005) para determinar se os instrumentos são fracos. Esse teste assinala que o conjunto de instrumentos é fraco se ele não consegue rejeitar a hipótese nula do teste de Wald (Wald) a 10%. Da mesma forma como ocorreu com o primeiro teste, todos

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

⁶ A tabela 4, que está nos anexos, apresenta as estatísticas de cada variável. Por meio dessa tabela é possível perceber a presença de *outliers*.

os testes rejeitaram a hipótese nula. Em ambos os testes, o valor da estatística F deve superar o valor estatístico reportado para denotarmos que o teste rejeita a hipótese nula.

A variável de interesse, $divluc_{it}$, foi significativa em todas as formas funcionais, apresentando sinal negativo, o que evidencia a robustez do resultado. Este último indica que a distribuição de dividendos tem, em média, um efeito negativo de 0,04% sobre a taxa de acumulação do capital para a amostra de empresas. O setor produtivo é afetado de modo adverso pelo uso da estratégia de MSV quando esta é conduzida em prol dos acionistas. Esse resultado confirma a relação vista na seção 3 entre a maior distribuição de dividendos e a redução do investimento (gráficos 1 e 2). Entretanto, o resultado advindo da inclusão de outras variáveis no modelo não permitem afirmar categoricamente que a estratégia de MSV das firmas selecionadas seja financeirizada.

Tabela 5: Estimações do Primeiro Estágio: Função de Investimento

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Δsal_{st}	-0.0002 (0.015)	-0.00004 (0.015)	-0.004 (0.015)	0.0065 (0.014)	0.0067 (0.013)
$efic_{it}$	0.0046 (0.0076)	-0.005 (0.009)	-0.005 (0.01)	-0.0004 (0.009)	0.0002 (0.012)
$\Delta efic_{it}$	-0.832*** (0.051)	-0.830*** (0.049)	-0.835*** (0.047)	-0.819*** (0.057)	-0.822*** (0.065)
$divluc_{it}$	-0.046*** (0.011)	-0.043*** (0.011)	-0.037** (0.012)	-0.041*** (0.011)	-0.033*** (0.011)
$divluc_{it-1}$	0.027* (0.013)	0.032* (0.014)	0.032* (0.015)	0.029* (0.014)	0.028** (0.013)
$recluc_{it}$			-0.018* (0.007)		-0.015** (0.007)
$recdesp_{it}$				0.0003 (0.0046)	0.003 (0.0047)
constante	0.13** (0.045)	0.14* (0.056)	0.18** (0.063)	0.13* (0.06)	0.19** (0.063)
N	623	623	606	575	568
F	56.19***	120.92***	117.03***	95.44***	90.33***
Hausman	0.10*	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
MQ2E	18.37	21.34	21.36	21.76	21.38
vies					
Wald	26.87	57.53	59.92	58.54	62.30

Fonte: Elaboração própria com os resultados da pesquisa. *Dummies* setoriais foram suprimidas da apresentação nas formas funcionais (2) a (5).

Notas: Entre parênteses estão os erros padrões; *** é significativa a 1%, ** a 5% e * a 10%. F é o teste F da regressão, Hausman é o teste de endogeneidade, com seu p valor e MQ2E viés e Wald são os testes de validade dos instrumentos, os quais exibem os seus valores críticos.

Primeiramente, não só o coeficiente de $recdesp_{it}$ não se apresentou significativo (formas funcionais 4 e 5), mas $recluc_{it}$, apesar de significativa e negativa (formas funcionais 3 e 5), não altera significativamente (em termos absolutos) os coeficientes de $divluc_{it}$. Isso indica que não há muito pouco ou nenhuma influência, na amostra

selecionada, da administração de receitas e despesas sobre a estratégia de MSV. Em outras palavras, mesmo que seja possível afirmar que a administração de ativos e passivos financeiros afetem em média a taxa de acumulação de capital, não se pode afirmar categoricamente, a partir dos resultados, que a estratégia de MSV seja em si influenciada por maior intermediação financeira.

Esses resultados ajudam também a entender o sinal positivo da variável defasada $divluc_{it-1}$. Pelo gráfico 3, observou-se que a distribuição de dividendos foi crescente ao longo do período analisado. É possível inferir que o crescimento das atividades produtivas e o pagamento de dividendos sejam positivamente correlacionados. Como as firmas demonstraram, em média, uma tendência de crescimento das receitas operacionais, comparativamente ao seu desempenho no setor financeiro (principalmente no tocante ao resultado financeiro), o maior pagamento de dividendos em $t-1$ pode ter funcionado como um incentivo para a firma expandir sua capacidade ociosa em t e expandir a produção de modo a compensar as reduções na taxa de acumulação do capital. Isso reforça as conclusões da seção 3, principalmente sobre o destaque do setor produtivo comparativamente ao financeiro na geração de receitas.

Sobre as demais variáveis explicativas, tanto a taxa de salário médio quanto a eficiência por empresa não foram significativas. Por outro lado, a taxa de eficiência foi significativa em todas as formas funcionais. Seu sinal negativo é esperado: uma vez que as variações de receitas operacionais aumentam (dado o estoque de capital), há maior eficiência operacional-produtiva, o que reduz o incentivo a incrementar o investimento.

Por fim, cabe analisar o impacto das variações na acumulação de capital sobre o emprego. A tabela 6 abaixo apresenta os resultados do segundo estágio (equação 8), tendo como variável dependente o emprego setorial ponderado pela participação de cada empresa no setor. As cinco formas funcionais da Tabela 6 representam, respectivamente, o 2º estágio das 5 formas funcionais da Tabela 5. Como ocorreu com o primeiro estágio, todas as regressões apresentaram autocorrelação serial, sendo por isso utilizado o estimador Newey-West.

Tabela 6: Estimacões do Segundo Estágio: função emprego setorial

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

Fonte: Elaboração própria com os resultados da pesquisa.

A taxa de investimento, agora como regressor endógeno, foi significativa a 1% em todas as formas funcionais, com exceção da primeira, sempre com sinal positivo e apresentando elasticidade maior do que a unidade. Esse resultado denota o impacto positivo da taxa de investimento sobre o emprego, ao mesmo tempo mostrando a importância do MSV sobre o desempenho das empresas: como a $divluc_{it}$ impacta negativamente a taxa de investimento (1º estágio), e essa, por sua vez, atinge positivamente o emprego, a estratégia de MSV termina, em última instância, por reduzir o emprego nos respectivos setores de atividades das empresas.

A respeito das outras variáveis independentes, todas foram, na maior parte dos casos, significativas. O salário real médio e a eficiência (em nível) apresentaram sinais negativos, enquanto a taxa de eficiência teve sinal estimado positivo. O coeficiente positivo da taxa de eficiência contrasta com os resultados da tabela 5. Nesse caso, a explicação parece repousar no fato de que o aumento da variação da receita operacional, dado a unidade de capital, incrementa as atividades das empresas, incentivando a contratação de mão de obra.

Em suma, as regressões realizadas nas cinco formas funcionais apresentaram o mesmo padrão, no qual a variável de distribuição de dividendos afetou de modo adverso a taxa de investimento que, por sua vez, impactou positivamente sobre o emprego. A conclusão é de que o comportamento de MSV, apesar de não apresentar traços claros de financeirização, ainda sim influi, em média, na acumulação de capital da amostra de empresas estudadas e, por conseguinte, produz efeito negativo sobre o emprego nos seus respectivos setores de atividade.

5. Conclusão

Esse artigo teve o intuito de analisar as características do processo de financeirização na economia brasileira. Esse tema ainda é pouco investigado no Brasil, dada as dificuldades de se analisar tal processo em um contexto de relativo baixo desenvolvimento financeiro dos mercados. A esse problema somam-se as dificuldades em trabalhar com bases de dados incompletas sobre variáveis financeiras. Sob tais condições, esse estudo investigou empresas não-financeiras de capital aberto que operaram no Brasil entre os anos de 1997 a 2013. A ideia principal era o de dar maior suporte à discussão da influência da financeirização sobre as estratégias corporativas, em

especial o *maximizing shareholder value* (MSV). Com base em uma avaliação empírica preliminar (seção 3), é possível inferir que as empresas selecionadas aprofundaram o MSV, aumentando a distribuição de dividendos ao longo dos anos. A seção 4 complementa esse estudo, mostrando o impacto deletério da distribuição de dividendos sobre a acumulação de capital.

Entretanto, há indicações que a financeirização dessa amostra de firmas ocorre em reduzido grau, como foi discutido na análise dos dados e exposto nos resultados econométricos. Primeiramente, as empresas selecionadas possuem, em média, parcela de receitas operacionais significativamente mais importante que receitas financeiras. Segundo, por todo o período, as empresas operaram com prejuízos financeiros (despesas financeiras maiores que receitas). Mesmo que seja precípuo afirmar que essas empresas têm operado crescentemente em mercados financeiros (internacionais) e que suas receitas financeiras aumentaram, ainda assim tais características são insuficientes para categorizar tal processo como de plena financeirização, especialmente em termos de estratégia corporativa. Ademais, no estudo econométrico realizado, ao considerar as receitas financeiras conjuntamente à distribuição de dividendos, o coeficiente desta última não se modifica significativamente em termos absolutos, o que indica que não há intermediação clara, entre receitas financeiras e taxa de acumulação, da estratégia de MSV. Em outras palavras, a estratégia de distribuição dos dividendos não foi influenciada pela intermediação financeira. Esses resultados sugerem que essas firmas, ainda que passem por um processo de financeirização, pode ser considerado um estágio ainda incipiente.

Por fim, ainda que esse artigo possa contribuir para o debate sobre a financeirização na economia brasileira, novos estudos devem ser realizados para oferecer maiores detalhes sobre esses resultados e compreender as estratégias financeiras, a administração das receitas e despesas financeiras pelas empresas de capital aberto, o grau de vulnerabilidade exposto por essas estratégias e seus impactos sobre a economia no país.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arandia, A. K. (1991), 'O Mercado de Trabalho Frente à Crise dos Anos 80 e aos Planos de Estabilização', *Indicadores Econômicos FEE* **18**(4), 148-164.
- Arrighi, G. (1994), *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of our Times*, Verso.
- Baltagi, B. (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, third edition, John Wiley & Sons Ltd.
- Baltar, P. (2015), *Crescimento da Economia e Mercado de Trabalho no Brasil*, Rio de Janeiro, IPEA, Texto para discussão, 2036.
- Belluzzo, L. G. e Almeida, J. (2002), *Depois da Queda: A Economia Brasileira da Crise da Dívida aos Impasses do Real*, Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- Boyer, R. (2000), 'Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis', *Economy and Society* **29**(1), 111-145.
- Bruno, M., Diawara, H., Araújo, E. Reis, A. e Rubens, M.. (2009), *Finance-Led Growth Regime no Brasil: Estatuto Teórico, Evidências Empíricas e Consequências Macroeconômicas*, Rio de Janeiro: IPEA, Texto para discussão, 1455.
- Chandler, A. D. (1977), *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge.
- Chesnais, F. (1996), *A Mundialização do Capital*, São Paulo.
- Contri, A. (2014), 'Uma Avaliação da Economia Brasileira no Governo Dilma', *Indicadores Econômicos FEE*, **41**(4), 9-20.

- Crotty, J. (2003), '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*, **35**(3), 271-279.
- Economática (2013), Balanço Patrimonial e Demonstrativo de Resultados 1997-2013.
- Erturk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A. e Williams, K.. (2005), *The Democratisation of Finance? Promises, Outcomes and Conditions*, University of Manchester, Working Paper, 9.
- Fox. J. (2008), *Applied Regression Analysis and Generalized Linear Models*, Sage Publications.
- Garagorry, J. (2007), *Economia e Política no Processo de Financeirização do Brasil (1980-2006)*, Tese (Doutorado em Ciências Sociais), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.
- González, I. e Sala, H. (2013), *Investment Crowding-Out and Labor Market Effects of Financialization in the U.S*, Institute for the Study of Labor (IZA), Working Paper, 7272.
- Hermann, J. (2011), Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: O II PND e a Crise da Dívida Externa (1974-1984), In: Giambiagi, F., Villela, A., Castro, L. e Hermann, J. (Orgs.) *Economia Brasileira Contemporânea*, Rio de Janeiro: Elsevier.
- IBGE (2013): PIA 1997-2013.
- Júnior, J. (2007), 'The Use of Currency Derivatives by Brazilian Companies: An Empirical Investigation', *Revista Brasileira de Finanças* **5**(2), 205-232.
- Karanassou, M., Sala, H. e Salvador, P. (2008), 'Capital Accumulation and Unemployment: New Insights on the Nordic Experience', *Cambridge Journal of Economics* **32**, 977-1001.
- Karanassou, M. e Sala, H. (2010), 'Labour Market Dynamics in Australia: What Drives Unemployment?' *The Economic Record* **86**(273), 185-209.
- Krippner, G. R. (2005), 'The Financialization of the American Economy', *Socio-Economic Review* **3**(2), 173-208.
- Krugman, P. (2009), *A Crise de 2008 e a Economia da Depressão*, Rio de Janeiro. Elsevier.
- Langley, P. (2006), 'The Making of Investor Subjects in Anglo-American Pensions', *Environment and Planning D: Society and Space* **24**(6), 919-934.
- Lapavitsas, C. (2009), 'Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation', *Historical Materialism* **17**, 114-148.
- Lapavitsas, C. (2011), 'Theorizing Financialization'. *Work, Employment and Society* **25**(4), p. 611-626.
- Lazonick, W. (2011), From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy, In: Wolfson, M.H. e Epstein, G. (Orgs.) *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, New York. Oxford University Press.
- Lazonick, W. (2012), *The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can be Regained*, The Academic-Industry Research Network, Working Paper, 42307.
- Lazonick, W. e O'Sullivan, M. (2000), 'Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance', *Economy and Society* **29**(1), 13-35.
- Lucarelli, B. (2012), 'Financialization and Global Imbalances: Prelude to Crisis', *Review of Radical Political Economics* **44**(4), 429-447.
- Madeira, R. (2013), 'Restrições financeiras nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto: A Relevância da Estrutura de Capital para o Investimento', *Revista do BNDES* **39**, 69-122.

- Miranda, B. (2013), *Impactos da Financeirização Sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica : Um Estudo para a Economia Brasileira entre os Anos de 1995-2012*, Tese (Doutorado em Economia), Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.
- Mishkin, F. S. (2009), 'Why We Shouldn't Turn our Backs on Financial Globalization'. *IMF Staff Papers* **56**(1), 139-170.
- Myrdal, G. (1977), *Contra a Corrente*, Rio de Janeiro, Editora Campus Ltda.
- Ostry, D., Loungani, P. e Furceri, D. (2016), Neoliberalism: Oversold? *Finance & Development*, 38-41.
- Palley, T. I. (2007), *Financialization: What it is and Why it Matters*, The Levy Economics Institute, Working Paper, 525.
- Paulani, L. (2013), 'Acumulação Sistêmica, Poupança Externa e Rentismo: Observações Sobre o Caso Brasileiro', *Estudos Avançados* **27**(77), 237-264.
- RAIS (2013), *Estoque de Emprego por Setor 1997-2013*.
- Ramos, L. e Britto, M. (2004), *O Funcionamento do Mercado de Trabalho Metropolitano Brasileiro no Período 1991-2002: Tendências, Fatos Estilizados e Mudanças Estruturais*, Rio de Janeiro, IPEA, Texto para Discussão, 1011.
- Sant'Anna, A. (2009), Mercado de Capitais: Evolução Recente e Financiamento das Empresas Brasileiras 2004-2007, In: Ferreira, R. e Meirelles, B. (Orgs.), *Ensaio Sobre Economia Financeira*, BNDES.
- Stockhammer, E. (2004), 'Financialisation and the slowdown of accumulation'. *Cambridge Journal of Economics* **28**(5), 719-741.
- Stock, J. H. e Yogo, M. (2005), Testing for weak instruments in linear IV regression. In: Andrews, D. e Stock, J. H. (Orgs.) *Identification and Inference for Econometric Models: Essays in Honor of Thomas Rothenberg*, 80-108. New York, Cambridge University Press.
- Van der Zwan, N. (2014), 'Making Sense of Financialization', *Socio-Economic Review* **12**, 99-129.
- Wiggins, V. (2016), *Two-Stage Least-Squares Regression*. StataCorp, Disponível em: <http://www.stata.com/support/faqs/statistics/instrumental-variables-regression/>.
- Acessado no dia 12 de janeiro de 2016.
- Wooldridge, J. (2009), *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, South-Western Cengage Learning.
- Zonenschain, C. (1998), 'Estrutura de Capital das Empresas no Brasil', *Revista do BNDES* **10**, 63-92.

ANEXOS

Tabela 1: Empresas e Setores

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

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

Tabela 2: Definição das Variáveis

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

Fonte: Economatica, Portal de Contabilidade, Receita Federal

Tabela 4: Estatísticas das Variáveis

	Δk_{it}	sal_{st}	Δsal_{st}	$efic_{it}$	$\Delta efic_{it}$	$emp_{st} pm_{it}$	pm_{it}	$divluc_{it}$	$recluc_{it}$	$recdesp_{it}$
obs	832	884	832	860	808	884	884	884	884	884
média	868.799	1775	101	1,06	0,03	55.803	8,18	0,59	1,84	0,70
dp	6.688.794	1204	1135	1,12	0.36	2.18e+05	26,05	3,34	27,01	1,95
mínimo	-2.13e+07	147	-4078	-1,45	-2,19	50,23	0,02	-34,97	-116,26	-3,14
máximo	9.99e+07	6008	3441	5,79	4,63	2.76e+06	327,00	81,38	765,79	33,74

Fonte: Elaboração própria com as estatísticas do stata.

Nota: Dp é o desvio-padrão.