

***Maximizing Shareholder Value* no Brasil? Análise das Empresas não-Financeiras de Capital Aberto (1997-2013)**

Luccas Assis Atílio*

Resumo: Em vista da estratégia de *maximizing shareholder value* sendo aplicada por empresas não-financeiras em diferentes países, bem como suas consequências negativas sobre o mercado de trabalho, esse artigo investiga se essa prática tem sido seguida pelas empresas não-financeiras de capital aberto que operaram no Brasil entre os anos de 1997 a 2013. Uma análise gráfica denota que essas empresas, pelo contrário, aumentaram a produção e o investimento produtivo, não utilizando o mercado financeiro para obterem ganhos financeiros. Para reforçar essa conclusão e investigar se variáveis tidas como fundamentais para explicar o *maximizing shareholder value* impactaram negativamente sobre o emprego, quatorze regressões múltiplas são construídas para os quatorze setores que abrangem essas empresas. Os resultados confirmam que essas empresas não seguiram a estratégia de maximizar o valor do acionista.

Palavras-chave: *Maximizing Shareholder Value*; Empresas Não-Financeiras; Mercado de Trabalho

Abstract: In view of maximizing shareholder value strategy being applied by non-financial companies in different countries and its negative consequences on the labor market, this paper investigates whether this practice has been followed by the non-financial open capital companies that operated in Brazil between the years 1997 to 2013. A graphical analysis indicates that these companies, by contrast, increased production and productive investment, not using the financial market to achieve financial gains. To reinforce this conclusion and investigate whether variables seen as fundamental to explain maximizing shareholder value had a negative impact on employment, fourteen multiple regressions are built for the fourteen sectors that cover these companies. The results confirm that these companies did not follow the strategy of maximizing shareholder value.

Keywords: Maximizing Shareholder Value; non-Financial Companies, Labor Market

JEL Code: G34, G00, E02, J23.

1. Introdução

Os anos posteriores ao fim da Segunda Guerra Mundial testemunharam um robusto crescimento econômico em diversas economias capitalistas. Conjuntamente a esse incremento do produto interno bruto (PIB), a renda dos

* Professor da Universidade Federal de Ouro Preto.

trabalhadores cresceu gradativamente (BOYER, 2000). Essa tendência foi quebrada nos anos finais de 1960 e início de 1970, quando uma conjuntura recessiva foi a norma da economia mundial.

Traços como alta inflação, estagnação do PIB e crescente desemprego foram diagnósticos corriqueiramente retratados ao se analisar determinados países (ARRIGHI, 1994). Essa conjuntura deflagrou um intenso debate entre economistas, técnicos e pesquisadores sobre possíveis soluções para a superação desse quadro econômico adverso (POTTS, 2011). A liberalização econômica foi a política que se tornou proeminente em meio a esse embate, sendo defendida inclusive contemporaneamente.

A liberalização econômica pode ser ramificada em outras caracterizações, como a liberalização financeira. A liberalização financeira é a consubstanciação de políticas que reduziram a regulamentação do governo sobre o sistema financeiro, abriram os mercados financeiros internacionais e permitiram um maior fluxo de capitais em escala mundial (PIKETTY, 2014). Esse movimento corrobora a assertiva de que “o movimento do capital não tem limites” (MARX, 1968a, p. 171), perpetuando “o interminável processo de obter lucros” (MARX, 1968a, p. 172).

Se por um lado as políticas de liberalização financeira conseguiram deixar o canal financeiro atrativo para o capital produtivo, dando prosseguimento ao acúmulo de capital pelos capitalistas, por outro lado esse processo não se desdobrou sem acarretar consequências perniciosas para a população (SILVA, 2014). Os empregos se tornaram mais vulneráveis, tanto devido à flexibilização do mercado de trabalho quanto à inflexão no comportamento das corporações não-financeiras (STOCKHAMMER, 2004).

As corporações não-financeiras se aproveitaram da abertura do setor financeiro para investirem nos mercados financeiros e recuperarem receitas perdidas em virtude da redução de lucratividade do setor real nos anos 70 (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). O setor real foi preterido em prol do setor financeiro, sendo os trabalhadores atingidos pela mudança de foco operacional dessas firmas. O desemprego se agravou como consequência (HUSSON, 2015).

A esse novo posicionamento das empresas não-financeiras se cunhou de *maximizing shareholder value* (MSV), uma estratégia de mercado que está inserida em um processo de maior escopo, a financeirização (LAPAVITSAS, 2009; 2011). A descrição realizada até aqui sobre o aumento da participação do

capital financeiro sobre as economias, bem como a alteração no comportamento que ele desencadeia nos agentes econômicos, pode ser entendida como financeirização¹.

Com essa contextualização, o objetivo desse artigo é analisar se as empresas não-financeiras que operaram no Brasil entre os anos de 1997 a 2013 seguiram a estratégia de maximizar o valor do acionista. Uma investigação na dinâmica de funcionamento dessas instituições, bem como estimações econométricas, são os métodos utilizados para perfazer esse objetivo.

Para lograr êxito nesse intuito, o artigo está dividido em seis seções, além dessa introdução. As seções dois e três conceituam os termos financeirização e *maximizing shareholder value*, respectivamente; a seção quatro caracteriza o mercado de trabalho e a atuação das empresas na economia brasileira; a seção cinco analisa as empresas não-financeiras no Brasil; a seção seis investiga a relação da atuação dessas firmas com o mercado de trabalho; e, por fim, a seção sete traça alguns comentários finais.

Com essa contextualização, o objetivo desse artigo é analisar se as empresas não-financeiras que operaram no Brasil entre os anos de 1997 a 2013 seguiram a estratégia de maximizar o valor do acionista. Uma investigação na dinâmica de funcionamento dessas instituições, bem como estimações econométricas, são os métodos utilizados para perfazer esse objetivo.

Para lograr êxito nesse intuito, o artigo está dividido em seis seções, além dessa introdução. As seções dois e três conceituam os termos financeirização e *maximizing shareholder value*, respectivamente; a seção quatro caracteriza o mercado de trabalho e a atuação das empresas na economia brasileira; a seção cinco analisa as empresas não-financeiras no Brasil; a seção seis investiga a relação da atuação dessas firmas com o mercado de trabalho; e, por fim, a seção sete traça alguns comentários finais.

2. Financeirização

Essa seção caracteriza o fenômeno que surgiu em decorrência da liberalização financeira, a financeirização. A financeirização não possui uma conceituação trivial, comportando diferentes traços que ilustram esse processo.

¹ A financeirização é mais bem explorada na próxima seção.

French, Leyshon e Wainwright (2011) denotam que a financeirização pode ser entendida sob três correntes, o *social accountancy*, a financeirização da vida cotidiana e a financeirização como um novo modo de acumulação. Essas correntes se dialogam, mantendo características que são semelhantes.

O *social accountancy* retrata o fluxo de famílias de classe de renda média para o setor financeiro com o intuito de aumentar os ganhos monetários e garantir melhor padrão de vida (LAPAVITSAS, 2009). Tacitamente essas famílias têm a noção de que podem administrar os riscos inerentes às operações financeiras, o que é negado pela experiência, vide a crise financeira de 2007 e a participação das famílias norte-americanas na contribuição da eclosão desse evento (DYMSKI, 2012).

Na esfera das corporações, o *social accountancy* ilustra o MSV (KRIPPNER, 2005). As corporações não-financeiras deixam de realizar investimentos produtivos no setor real em vista da maior lucratividade do setor financeiro. Acoplado a isso há a influência dos mercados financeiros, exigindo ganhos financeiros com reduzido horizonte temporal, o que fez com que Crotty (2003) chamasse essa prática de paradoxo neoliberal, pois ao mesmo tempo em que a lucratividade do setor real tende a decrescer com a competição comercial, o mercado financeiro exige maiores ganhos.

A financeirização da vida cotidiana é a influência das finanças sobre a vida das famílias, não se restringindo somente às famílias de classe de renda média, como foi o caso do *social accountancy* (LANGLEY, 2006). As finanças passam a fazer parte da cultura da sociedade, sendo a participação dos indivíduos no setor financeiro algo tido como normal e natural de se fazer. O padrão de vida desses agentes se torna intrinsecamente relacionado com as expectativas do mercado financeiro. Consumo de bens duráveis, aquisição de planos de aposentadoria, pensão, seguros, entre outros, são ativos financeiros que a população adquire junto aos mercados, auxiliando na expansão das finanças sobre a economia e, por conseguinte, sobre a vida diária dessas pessoas.

Por fim, a financeirização como um novo modo de acumulação é um questionamento de que, se após o Fordismo, a financeirização seria o modo primordial de se acumular capital (BOYER, 2000). Boyer (2000) assinala que não, pois outros fatores como as tecnologias de informação e comunicação e a flexibilização do mercado de trabalho são características que devem ser levadas

em conta na cristalização do novo modo de acumulação e que as finanças são uma parte, mas não o todo do novo regime que está emergindo.

Desse modo, a financeirização pode ser compreendida pela maior influência das finanças sobre o comportamento da economia. Todavia, outros traços também ilustram esse processo, os quais são citados no decorrer dessa seção.

O rentismo é apontado por Palley (2007) como uma marca da financeirização. Agentes econômicos deixariam de investir produtivamente para lograrem renda pela aplicação financeira, dando origem à figura do rentista, “o investidor sem função”, de acordo com Keynes (1988, p. 247). A disseminação do rentismo impõe desafios para a economia expandir sua capacidade produtiva, além de aumentar a influência do mercado financeiro sobre as políticas do Estado.

Os Estados perdem autonomia operacional em regimes financeirizados (SOTIROPOULOS; LAPATSIORAS, 2014). A entrada de investimento externo para determinado Estado está condicionada à avaliação que o mercado financeiro faz de sua economia. Contemporaneamente, a situação da economia brasileira se assemelha com essa descrição. A consequência desse quadro é a preponderância dos interesses da classe financeira sobre o interesse nacional.

A última característica a ser citada é o ganho monetário que instituições financeiras têm obtido devido à entrada das famílias no mercado financeiro, o que é denotado de expropriação financeira por Lapavitsas (2009). A estagnação dos salários dos trabalhadores, a redução do Estado de Bem-Estar Social e a flexibilização do mercado de trabalho impulsionaram o fluxo dos trabalhadores para o setor financeiro, o que veio de encontro com a estratégia das instituições inseridas nesse segmento para aumentar a lucratividade. O endividamento dessas pessoas e o posterior pagamento de juros ou a perda de ativos em virtude de *defaults* elucidam a expropriação que Lapavitsas (2009) sugere. Novamente a crise de 2007 nos Estados Unidos da América (EUA) pode ser usada para corroborar essa dinâmica (DYMSKI, 2012).

Finda a caracterização da financeirização, a próxima seção conceitua o MSV, uma vertente desse processo. Uma ênfase adicional é realizada na relação do MSV com o mercado de trabalho, explicando as possíveis consequências para os trabalhadores.

3. *O Maximizing Shareholder Value*

De 1880 até a metade de 1960 as empresas não-financeiras foram caracterizadas pelo empreendimento de atividades produtivas, pelo aumento de investimentos, da produção ou dos empregos (CHANDLER, 1977). O lucro retido era usado para o autofinanciamento e a utilização de capitais das instituições financeiras para realizar operações não era uma prática comumente realizada (CHANDLER, 1994).

Os gerentes contavam com significativa autonomia, uma vez que os acionistas não interferiam nas diretrizes das empresas (CHANDLER, 1977). Da mesma forma, as instituições financeiras não influenciavam na operacionalização dessas firmas. As corporações não-financeiras eram vistas como ativos que produziriam retornos no longo prazo, o capital era paciente nesse período.

A partir dos anos de 1945 o mercado financeiro passa a exercer maior influência sobre essas firmas, todavia, a participação do Estado no sistema financeiro restringia a proeminência das finanças (STOCKHAMMER, 2004). Esse empecilho é superado com as políticas de liberalização financeira, descritas na introdução.

A liberalização financeira permitiu que empresas que sofriam com a queda de lucros devido à maior concorrência externa, principalmente as corporações dos EUA com a entrada das corporações japonesas (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000), pudessem deslocar o capital do setor real para o setor financeiro. E de fato isso ocorreu, respaldado pela teoria da agência (LAZONICK, 2012).

A teoria da agência problematiza a questão do agente e do principal. O principal é o acionista, e o agente a empresa. Os acionistas incorrem em risco por causa do investimento na firma, uma atividade de retorno incerto. Os agentes, por isso, deveriam priorizar a remuneração desses acionistas, tanto para compensar o risco tomado quanto para incentivar o influxo de outros acionistas e, desse modo, aumentar o financiamento da empresa.

Com isso, as empresas passaram a enfatizar a remuneração dos acionistas, o que gerava uma melhor precificação de suas ações nos mercados acionários (LAZONICK, 2011). A prática de recompra de ações passou a ser amplamente utilizada, auxiliando no aumento do preço de mercado dessas instituições (DORE, 2008). A remuneração dos gerentes se tornou atrelada às ações, isto é, eles tinham a opção de ações, podendo incrementar suas remunerações com o uso

dessas ações e de bônus (CROTTY, 2003). Isso acarretou a convergência de interesses de acionistas e de gerentes na valorização das ações da empresa.

Conforme esse processo se desenvolvia, o capital produtivo era deslocado para o setor financeiro. Consequentemente, as atividades produtivas, com retorno de longo prazo, perderam espaço para práticas de curto prazo, de caráter especulativo (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). O impacto sobre os trabalhadores foi direto, recrudescendo o desemprego e reduzindo o ganho salarial (LAZONICK, 2011; 2012).

Essas firmas tiveram de buscar receita em outras fontes para financiar o pagamento de dividendos e as recompras de ações, ainda mais porque elas se afastaram das atividades produtivas, representando a queda das receitas operacionais (MILBERG, 2008). O endividamento junto ao sistema financeiro foi uma alternativa utilizada, com a contrapartida do aumento da influência das instituições financeiras sobre o desempenho dessas firmas.

Outra alternativa foi o corte de gastos com os trabalhadores, agravando a fragilidade dessa classe (GARAGORRY, 2007). Se de um lado os trabalhadores perceberam a redução dos gastos sociais pelo Estado, por outro eles têm sofrido com as políticas das empresas não-financeiras. O denominador dessa dinâmica é o aumento do desemprego. A maior fragilidade dos trabalhadores é a contrapartida do aprofundamento da busca de mais-valia pelos capitalistas.

Desse modo, torna-se relevante analisar se, na economia brasileira, a estratégia de MSV tem sido empregada. Entretanto, antes dessa análise uma passagem pelo mercado de trabalho é realizada na próxima seção, ao mesmo tempo investigando o comportamento das empresas inseridas nesse segmento da economia.

4. Mercado de Trabalho e Empresas Brasileiras

Dos anos finais da década de 1970 até início dos anos 80, de acordo com Médici (1984), o mercado de trabalho brasileiro sofreu uma profunda deterioração, muito em virtude da conjuntura recessiva e a tentativa de ajuste econômico por parte do Estado. A política contracionista empreendida pelo governo não somente aumentou o desemprego, como também incrementou o nível de informalidade no setor trabalhista. Além disso, o nível inflacionário alto e persistente erodia a capacidade de compra das classes de renda mais baixas.

Essa recessão econômica não deixaria de atingir as empresas que operavam no país, como de fato se verificou (Médici, 1984). Diversas empresas de porte médio e pequeno faliram, o que agravava o desemprego e uma possível recuperação do PIB. Segundo Studart (1995), as empresas que conseguiam sobreviver se utilizavam da prática do *mark up* para superarem a fragilidade financeira, atividade típica de uma economia oligopolizada.

Os diversos planos de estabilização que marcaram a década de 1980 contribuíram para aprofundar o desemprego, com exceção do Plano Cruzado de 1986 (ARANDIA, 1991). Na medida em que esses planos malogravam, a incerteza que pairava sobre a economia crescia, dificultando o ajuste requerido para sanar problemas internos como a crescente inflação e a estagnação do PIB.

Belluzo e Almeida (2002) afirmam que durante a década de 1980 as empresas procuraram se proteger do ambiente econômico instável. Para isso, essas instituições reduziram o endividamento, postergaram a realização de investimentos produtivos e passaram a aplicar significativa quantidade de capital em aplicações financeiras. O rentismo foi uma característica dos anos 80, uma vez que os títulos públicos apresentavam elevado pagamento de juros com reduzido horizonte temporal de resgate. As empresas privadas financiavam o Estado por meio da posse desses títulos; ao mesmo tempo, os juros advindos desses ativos auxiliaram na manutenção dessas entidades.

Seguindo para a década seguinte, Ramos e Britto (2004) assinalam que o desemprego e a informalidade cresceram, com exceção do Plano Real, que forneceu um impulso para a criação de vagas. Com o câmbio apreciado e o fim da volatilidade dos salários reais, as empresas tiveram de concorrer com os importados, no primeiro caso, e perderam a capacidade de se ajustarem pelos custos de produção, no segundo caso. Isso culminou na quebra de algumas firmas, impactando negativamente no desemprego.

O mercado de trabalho se recupera a partir de 2004, mesmo período em que os preços das *commodities* sofrem um *boom* e a liquidez externa é abundante. Juntamente a esses fatores há uma deliberada política do governo para a preservação dos empregos, principalmente desde o ano de 2009 (BALTAR, 2015). Como resultado desses fatores, o desemprego e a informalidade decrescem, os salários aumentam e a desigualdade se reduz.

Junior (2007) afirma que as empresas aumentaram o uso de ativos financeiros desde 1996. Entretanto, ele observa que o uso desses instrumentos

ocorreu precipuamente como forma de proteção perante as vicissitudes econômicas, não servindo de especulação. Miranda (2013) aprofunda essa análise e afirma que as empresas não-financeiras de capital aberto utilizaram da estratégia de maximizar o valor do acionista; queda do investimento produtivo, aumento do endividamento e crescente pagamento de dividendos foram traços que motivaram a sua conclusão.

Em resumo, dos anos de 1976 até 2003 houve uma relação no desempenho do mercado de trabalho com a atuação das empresas. A deterioração dos indicadores de trabalho era acompanhada pela queda de rendimento produtivo das firmas. Esse padrão é abandonado a partir do ano de 2004, quando o mercado de trabalho passa por melhorias, porém, as empresas, segundo alguns trabalhos, como o de Miranda (2013), afirmam que as firmas passaram a priorizar o setor financeiro e não o setor produtivo, o que, teoricamente, prejudicaria o mercado de trabalho. Portanto, o restante do artigo analisa se a estratégia de MSV foi seguida no Brasil e, após isso, investiga uma relação entre o comportamento das firmas e o mercado de trabalho.

5. Empresas não-Financeiras (1997-2013)

Essa seção analisa o comportamento de 79 empresas não-financeiras de capital aberto que operaram no Brasil entre os anos de 1997 a 2013. O período foi selecionado em virtude da escassez de dados e dos eventos que estão compreendidos nesse intervalo temporal, como a crise financeira de 2007. Os dados são do Economatica, com todos os valores deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Iniciando pela receita operacional, o gráfico 1 exibe essa rubrica. De 1997 a 2008 os seus valores são crescentes, saindo de 205 bilhões de reais em 1997 para atingir 673 bilhões de reais em 2008, mais do que triplicando de valor em um período de doze anos. Em 2009 ocorre uma queda, provavelmente devido ao impacto da crise financeira sobre o Brasil, que acarretou a queda do seu PIB naquele ano (BALTAR, 2015). Todavia, em 2010 a receita volta a crescer, terminando com o maior valor apresentado em toda a série em 2013.

Gráfico 1 - Receita operacional em milhares de reais.



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica.

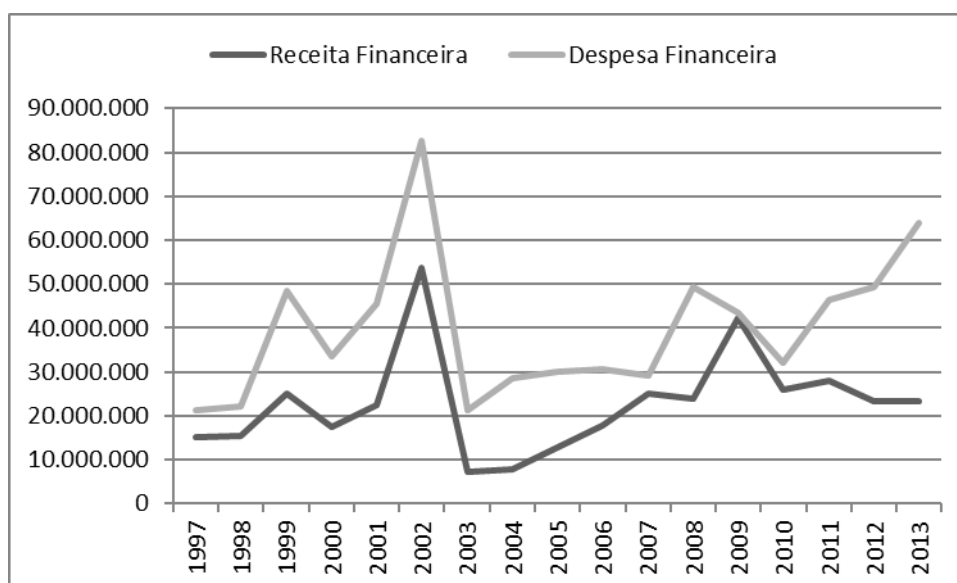
O lucro operacional, que é a diferença entre a receita e a despesa operacional, pode ser visto no gráfico 2. Cabe ressaltar que esse lucro é o que advém do setor produtivo (real) da economia. De uma forma geral a sua tendência é crescente até o ano de 2008, de forma parecida com a receita operacional. De 2009 em diante o seu patamar se reduz, mas se mantém acima dos valores apresentados nos anos iniciais da série. Conclui-se que essas firmas são lucrativas no setor produtivo, com significativos lucros auferidos.

Gráfico 2 – Lucro operacional em milhares de reais.



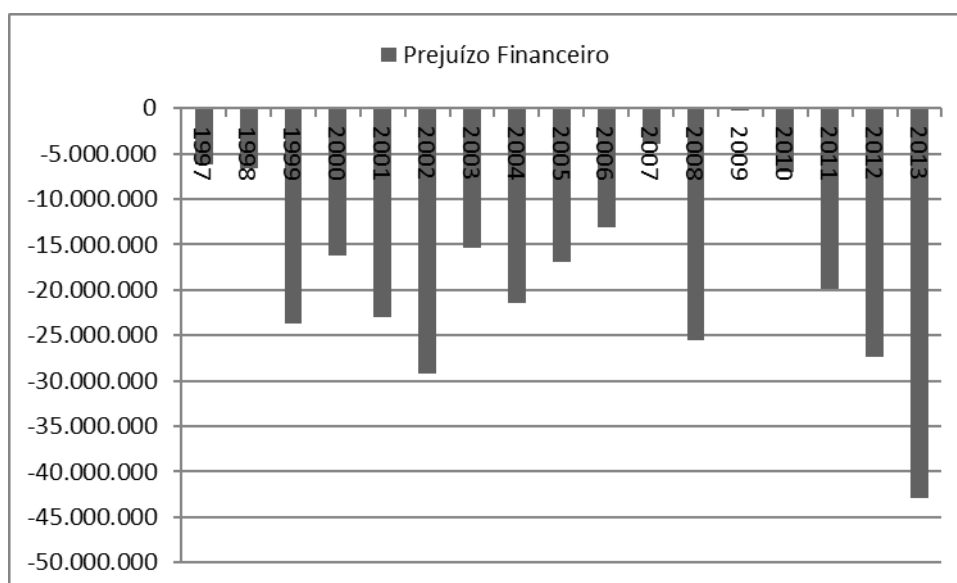
Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica.

Gráfico 3 - Receita e despesa financeira em milhares de reais.



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica.

Gráfico 4 – Prejuízo financeiro em milhares de reais.



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica.

Indo para o setor financeiro, a receita e a despesa financeira são apresentadas no gráfico 3. Em todos os anos a despesa é superior à receita financeira, o que consubstancia em seguidos lucros financeiros negativos, isto é, prejuízos financeiros (gráfico 4). Ademais, a receita e a despesa financeira caminham em sincronia, tanto nas elevações quanto nas quedas de seus valores.

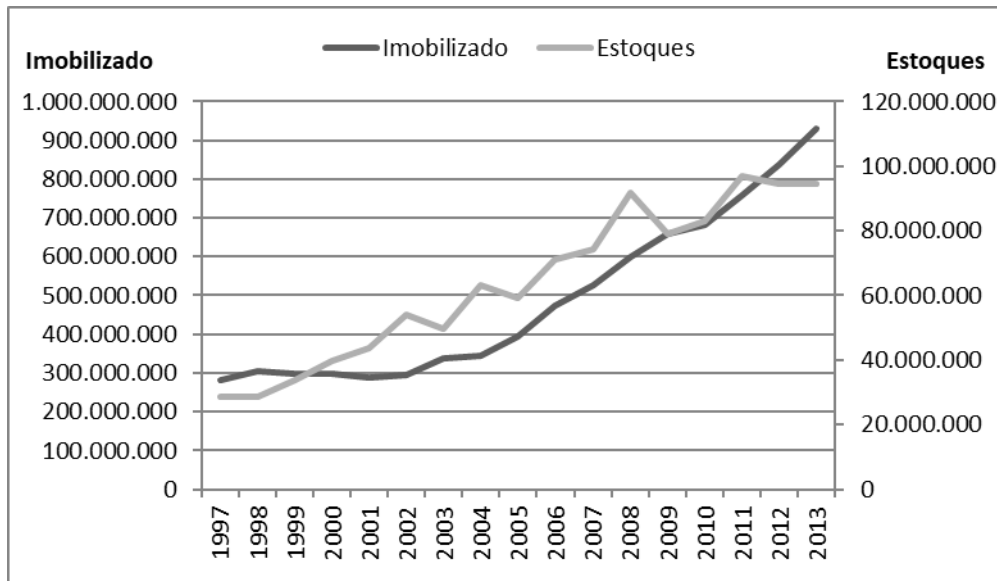
Os prejuízos financeiros recrudesceram significativamente desde o ano de 2010 (gráfico 4), terminando no maior valor da série em 2013, quando exibiu 42 bilhões de reais. Se no setor real essas firmas têm sido lucrativas, o mesmo não é verdade no tocante ao setor financeiro, no qual essas instituições perderam receitas.

Depreende-se que a sobrevivência dessas firmas decorre da lucratividade no setor real. Muito provavelmente elas estão aumentando tanto a produção quanto o investimento. Para investigar essa hipótese, o gráfico 5 retrata o imobilizado e os estoques. Segundo Belluzo e Almeida (2002), essas rubricas indicam se empresas estão realizando atividades produtivas.

Os dados do gráfico 5 confirmam a hipótese levantada. Ambas as séries cresceram ao longo dos anos. Portanto, o investimento e a produção aumentaram, o que poderia ter sido questionado ao ter analisado os dados do gráfico 1 (receita operacional). No gráfico 1 a receita operacional cresceu ao longo dos anos, sugerindo que essas firmas têm enfatizado a produção e o investimento produtivo.

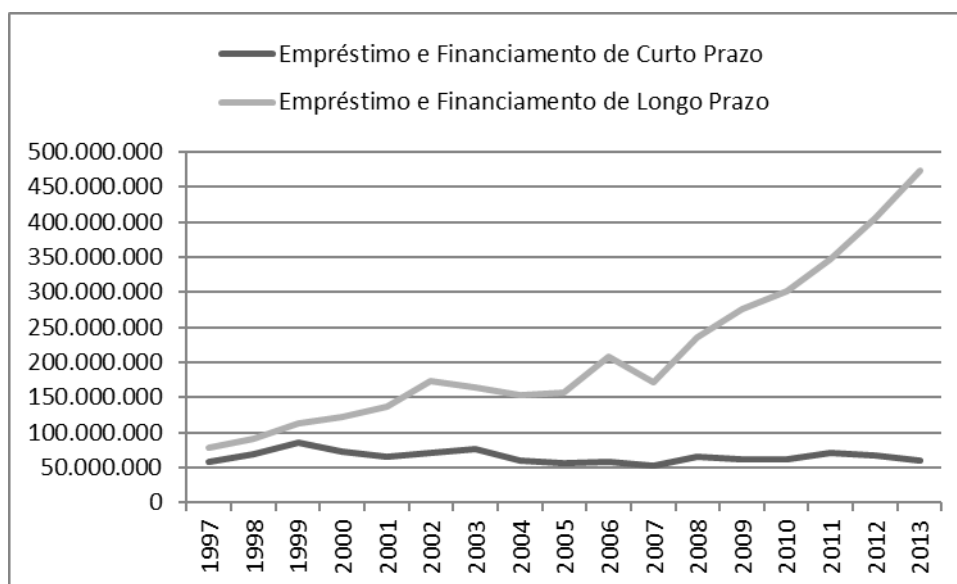
Em vista do comportamento dessas firmas, analisar o endividamento das mesmas se torna válido, não somente para investigar se a estratégia de MSV foi seguida, mas também para sustentar a conclusão de que essas firmas têm priorizado atividades produtivas, que requerem capital de longo prazo, isto é, tomada de posições financeiras de prazo mais longo.

Gráfico 5 – Imobilizado e estoques em milhares de reais.



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica.

Gráfico 6 – Empréstimo e financiamento de curto e longo prazo em milhares de reais.

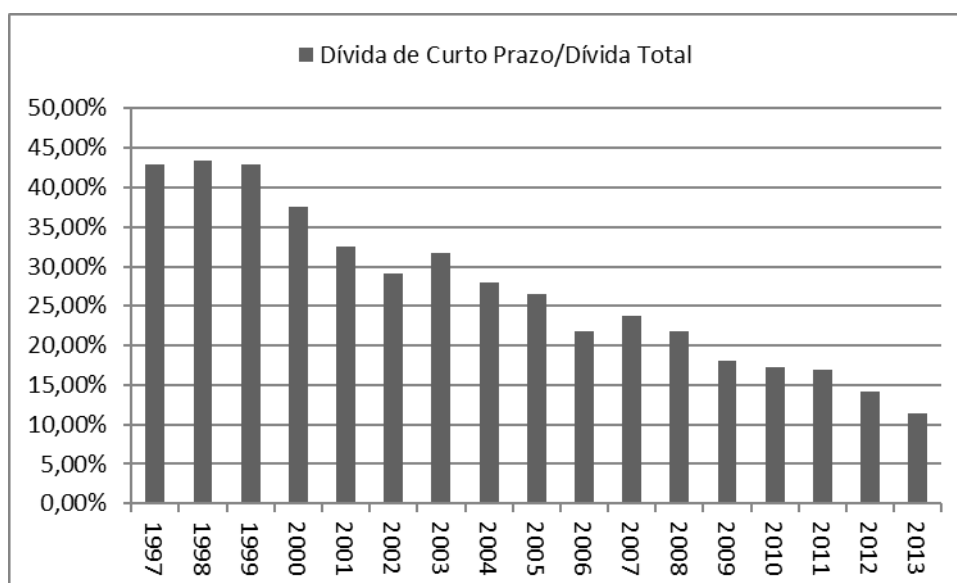


Fonte: Elaboração própria com dados do Economática.

O gráfico 6 apresenta os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo. Em todo o período a série de longo prazo é superior à de curto prazo. Com o decorrer dos anos o hiato entre as duas rubricas cresce gradativamente, atingindo o maior distanciamento no ano de 2013, que foi de 412 bilhões de reais. Enquanto os empréstimos e financiamentos de curto prazo totalizaram em uma média de 65 bilhões de reais por ano, os de longo prazo foram de 211 bilhões de reais. Esses dados nos levam a crer que a dívida dessas empresas é majoritariamente de longo prazo, o que pode ser observado no gráfico 7.

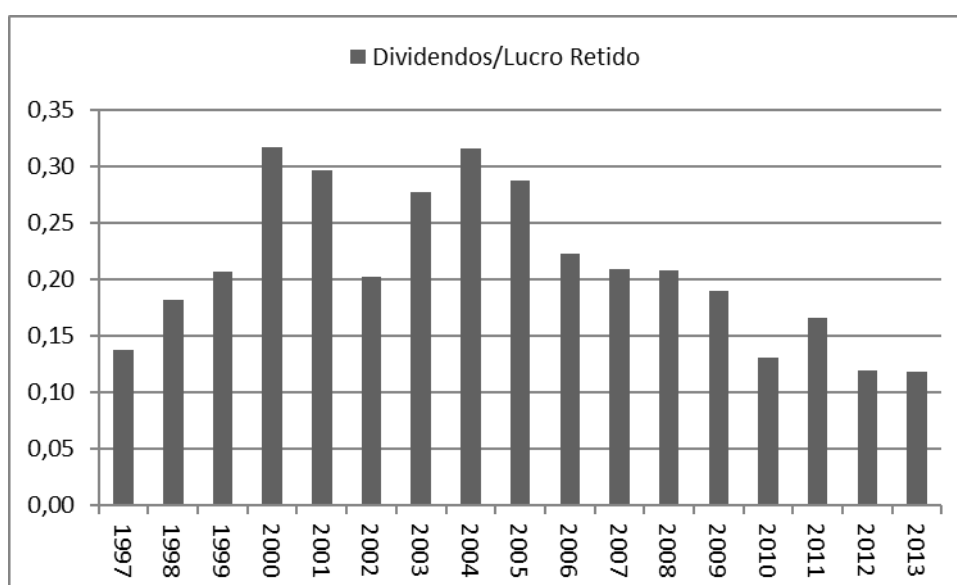
A dívida de curto prazo em razão da dívida total apresenta tendência decrescente em todo o gráfico 7. Ela se inicia com 42% em 1997 e encerra a série em 11%. Esses dados corroboram a afirmação de que o endividamento dessas instituições é precipuamente de longo prazo. Se levar em conta o fato dessas firmas terem aumentado a produção e o investimento produtivo (gráficos 1 e 5), o endividamento de longo prazo reforça essa tendência, pois é o capital de longo prazo e não o capital de curto prazo o responsável pela maturação de atividades que requerem maior tempo para se efetivarem (MYRDAL, 1977; KALECKI, 1977; MARX, 1968b). Por fim, ao tomarem posições de longo prazo junto ao sistema financeiro, a fragilidade financeira dessas empresas não é incrementada (MINSKY, 1986).

Gráfico 7 – Dívida de curto prazo/dívida total em porcentagem.



Fonte: Elaboração própria com dados do Economática.

Gráfico 8 – Dividendos/lucro retido.



Fonte: Elaboração própria com dados do Economática.

O gráfico 8 exibe a proporção dos dividendos com o lucro retido. Até o ano de 2004 essa razão cresceu, embora com algumas oscilações. Todavia, desde 2005 ela reduz a sua magnitude, terminando a série com 0,12. Comparando esses dados com os do trabalho de Milberg (2008), a proporção da economia brasileira está muito aquém do visto nos EUA, economia que, segundo os trabalhos de Lazonick (2012), Palley (2007) e Lazonick e O'Sullivan (2000), adota a estratégia de maximizar o valor do acionista. Apesar do gráfico de Milberg (2008)

apresentar não somente os dividendos no numerador, como também as recompras de ações, os elevados valores retratados (atingindo 0,9 em 2006) dificilmente seriam observados no caso brasileiro, caso a rubrica recompras de ações fosse incluída². O maior valor no gráfico 8 foi de 0,32 em 2004, quase a terça parte do valor de Milberg (2008).

O último gráfico mostra a receita financeira dividida pela receita operacional (gráfico 9). Esse gráfico reforça uma característica que ficou subentendida ao longo da seção, que é a reduzida importância do setor financeiro na lucratividade das empresas, primordialmente no que concerne ao ganho financeiro. O maior valor do gráfico foi de 0,16 em 2002, ou seja, a receita financeira não chegou a atingir nem a quarta parte da receita operacional em todo o período. A média dessa razão foi de 0,05 de 1997 a 2013.

Terminada a análise com os gráficos, alguns comentários podem ser construídos. Na medida em que essas empresas priorizaram o setor produtivo, aumentando a produção e o investimento de longo prazo, bem como auferiram lucros não-financeiros, essas firmas se distanciaram do padrão observado na literatura de MSV. Em regimes de MSV as firmas tendem a se afastar do setor real em prol do setor financeiro (GONZÁLEZ e SALA, 2011). Em relação ao setor financeiro, as empresas investigadas não têm obtido lucro financeiro, pelo contrário, acumularam significativos prejuízos financeiros, novamente se afastando do paradigma de MSV (CROTTY, 2003).

² A não inclusão se deve à escassez de dados relativa a essa rubrica.

Gráfico 9 - Receita financeira/receita operacional.

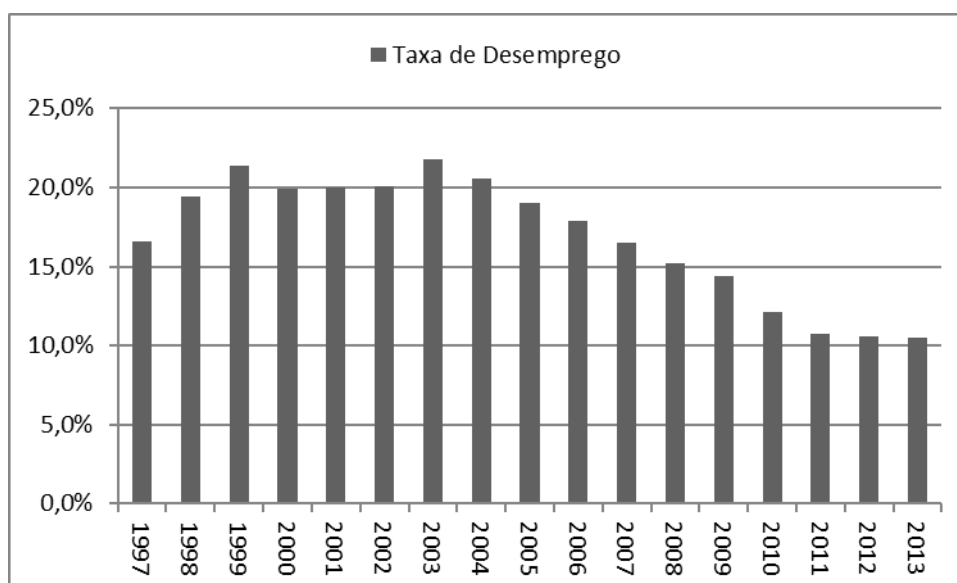


Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica.

O endividamento ocorreu para sustentar as atividades produtivas, e não para remunerar os acionistas, outro contraste com o MSV (MILBERG, 2008). Os dividendos que as empresas que operaram no território brasileiro pagaram foram gerados pelo setor real, pelo lucro não-financeiro, e não pelo setor financeiro, por meio do lucro financeiro, que não existiu. Portanto, a dinâmica da remuneração dos acionistas diverge do MSV.

Destarte, em vista dos dados retratados e os contrastes percebidos em relação ao MSV, conclui-se que as empresas não-financeiras não seguiram a estratégia de maximizar o valor do acionista. Na medida em que estas aumentaram a produção e o investimento produtivo, pode-se levantar a hipótese de que elas não tenham prejudicado o emprego do país (gráfico 10), se considerarmos variáveis tidas como fundamentais para explicar o MSV. Assim, a próxima seção investiga a relação dessas variáveis com o emprego do país, um estudo para reforçar a conclusão dessa seção.

Gráfico 10 – Taxa de desemprego.



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica.

6. Análise Econométrica

Essa seção realiza uma investigação econométrica entre as empresas não-financeiras da Bovespa e o mercado de trabalho do Brasil. Sabendo que o desemprego se reduziu nos últimos anos (gráfico 10), e com a conclusão de que essas empresas não utilizaram a estratégia de MSV, a análise realizada nessa seção serve para corroborar a conclusão da seção anterior.

O modelo utilizado é o de regressão múltipla, sendo a estimação realizada pelo método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Como as 79 empresas da amostra estão compreendidas em 14 setores da economia, são construídas 14 regressões múltiplas, uma para cada setor da economia (tabela 1).

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 Economatica, Bovespa e Rais.

A variável dependente é o estoque de emprego (emp_t), com dados obtidos pela RAIS. As variáveis de controle são: salário real médio (sal_t), produto interno bruto (pib), taxa de juros Selic deflacionada ($selic$), lucro não-financeiro (lnf_t) e índice de concentração (ic_t). Os dados dessas variáveis foram obtidos no IBGE, IPEA, RAIS, BACEN e Economatica. A escolha dessas variáveis decorreu dos trabalhos de Karanassou e Sala (2010), Choudhry, Marelli e

Signorelli (2012), Durand e Miroudot (2014), Santos (2014) e Van Arnum e Naples (2013).

Os sinais esperados são os seguintes: $sal_i < > 0$, $pib > 0$, $selic < 0$, $lnf_i > 0$ e $ic_i < 0$. Dessas variáveis de controle, duas merecem uma explicação. O sal_i está com dois sinais porque nos trabalhos revistos a sua contribuição com o emprego foi ambígua; em alguns artigos ele auxiliou o emprego, enquanto em outros prejudicou. O ic_i é uma *proxy* construída pela divisão da receita operacional das empresas dessa amostra que participam de determinado setor com a receita operacional de todas as empresas pertencentes no setor em questão. É uma tentativa de controlar a participação dessas empresas no setor.

As variáveis de interesse são as seguintes: receita financeira (rec_i), despesa financeira ($desp_i$) e dividendos/lucro retido ($diviluc_i$). Todas essas variáveis foram analisadas na seção anterior. Espera-se que o aumento da rec_i , $desp_i$ e $diviluc_i$ prejudiquem o emprego, de acordo com a literatura de MSV (Lazonick, 2012; Lazonick, 2011). Essas variáveis foram escolhidas por retratarem a influência das finanças sobre o comportamento das empresas, principalmente a $diviluc_i$.

O modelo é o seguinte:

$$\log(emp_i) = \beta_0 + \beta_1 sal_i + \beta_2 pib + \beta_3 lnf_i + \beta_4 selic + \beta_5 ic_i + \beta_6 rec_i + \beta_7 desp_i + \beta_8 diviluc_i + e$$

Onde o índice i representa o setor. Os resultados das estimações podem ser vistos na tabela 2. A coluna com a letra h significa o p-valor do teste de heterocedasticidade (Breusch-Pagan-Godfrey) e a coluna com a letra a é o teste de autocorrelação (Breusch-Godfrey ou Teste LM). Ambos os testes possuem como hipótese nula a ausência do problema a ser investigado. Como pode ser visto, esses problemas não foram detectados. A coluna vif serve para avaliar se há multicolinearidade nos modelos, também sugerindo a inexistência dela.

As variáveis rec_i , $desp_i$ e $diviluc_i$ foram significativas em poucos setores, e quando foram, apresentaram baixa influência sobre o emprego. Na maioria das vezes o aumento em uma unidade dessas variáveis prejudicou o emprego, todavia, houveram algumas exceções, quando a rec_i e a $diviluc_i$ auxiliaram o aumento do emprego.

A explicação para isso se encontra na seção cinco, quando se analisou o comportamento das firmas que operaram no Brasil. Essas instituições aumentaram a produção e o investimento produtivo amparadas pelo endividamento de longo prazo. O setor financeiro não foi usado para auferir lucros (gráfico 4). Deste modo, concluiu-se que tanto a receita quanto a despesa financeira não serviram como parâmetros para determinar a viabilidade das operações dessas firmas, isto é, elas dependeram fundamentalmente da receita operacional (não-financeira) e do lucro não-financeiro, o que foi visto nos gráficos 1 e 2. Deste modo, era de se esperar a baixa influência da rec_i , $desp_i$ e $diviluc_i$ sobre o emprego. Sobre o sinal positivo que a rec_i e a $diviluc_i$ apresentaram algumas vezes, isso pode ser entendido pelas características de cada setor, sendo que as empresas contidas nesse setor podem ter usado essa receita financeira para aumentar a produção.

No caso do aumento da remuneração dos acionistas ($diviluc_i$), na seção cinco ficou claro que o pagamento para eles se origina das atividades produtivas e não das atividades financeiras. O canal de remuneração é diferente do visto no MSV; por isso, pode ser que algumas vezes essa razão contribua para o emprego, pois a dinâmica de geração de receitas para serem distribuídas implica na realização de atividades produtivas, conforme foi mostrado pelas receitas e lucros operacionais.

Tabela 2 – Resultados econométricos.

Setor	rec	desp	diviluc	vif	<i>h</i>	<i>a</i>
EM	0,001***	0,0001	0.008***	8,24	0,15	0,4
META	-0,0003	-0,001	-0.001*	5,75	0,73	0,37
MECA	0,002	-0,005	0.0005*	9,8	0,95	0,86
MAT	0,001	0,0006	-0.0002	9,16	0,4	0,13
MAD	-0,0002	-0,0005	-0.0001	8,81	0,7	0,24
PAP	0,0001	-0,0006	-0.002	8,23	0,72	0,22
BOR	0,001	-0,002	-0.0002	9,51	0,51	0,22
QUI	0,0004	0,0005	-0.008**	9,06	0,21	0,54
TEX	0,002	0,0004	-0.002	5,79	0,82	0,86
CALÇ	0,003	-0,003	0.0008	6,95	0,65	0,67
ALI	0,001*	-0,001**	0.001**	6,11	0,38	0,86
UTI	-0,0003	0,0004	-0.0001	5,5	0,32	0,53
CIVIL	-0,0001	0,001	-0.004	5,51	0,52	0,5
COM	0,001	-0,001	-0.0003	5,93	0,79	0,49

Fonte: Elaboração própria com os resultados obtido.

Nota: Significativo a: * 10%, ** 5% e *** 1%.

Esses resultados corroboram a conclusão de que essas firmas não seguiram a estratégia de *maximizing shareholder value*. Os seguintes fatores ajudam a elucidar essa ideia:

- i) baixa influência das variáveis *rec_i*, *desp_i* e *diviluc_i* sobre o emprego;
- ii) essas variáveis são raramente significativas para explicar o emprego;
- iii) conforme visto na seção cinco, são as variáveis do setor real que explicam o emprego, tais como a receita operacional, lucro não-financeiro, imobilizado e estoques;
- iv) a remuneração dos acionistas não tem crescido nos últimos anos, pelo contrário, tem se reduzido em proporção com os lucros retidos.

Destarte, as empresas não-financeiras de capital aberto não seguiram a estratégia de MSV. Na medida em que elas aumentaram as atividades produtivas, pode-se sugerir que elas tenham auxiliado no aumento do emprego. Portanto, enquanto a experiência internacional relata o uso do MSV pelas empresas não-financeiras e o impacto negativo dessa atividade sobre o emprego, a experiência brasileira retrata uma imagem diferente.

7. Conclusão

Chegando à conclusão de que as empresas não-financeiras de capital aberto que operaram no Brasil entre os anos de 1997 a 2013 não seguiram o MSV, torna-se relevante entender a importância dessas instituições para o crescimento econômico do país, além da geração de empregos.

Elas podem servir de motor para acarretar o crescimento e desenvolvimento nacional. Deste modo, traçar políticas que incentivem essas firmas a priorizarem o setor real (como de fato elas têm feito) em detrimento do setor financeiro pode ajudar a melhorar o mercado de trabalho brasileiro, bem como a afastar a economia das consequências perniciosas da estratégia de maximizar o valor do acionista. No tocante à questão sobre se o Brasil passa por um processo de financeirização, esse artigo contribui para enfraquecer essa tese, entretanto, a financeirização é um fenômeno amplo, englobando outras partes da economia; portanto, deve-se ser parcimonioso ao analisar essa questão. Mais estudos sobre a financeirização no Brasil podem contribuir para esse debate, como esse artigo procurou fazer.

Referências

ARANDIA, A. K. O Mercado de Trabalho Frente à Crise dos Anos 80 e aos Planos de Estabilização. *Indicadores Econômicos FEE*, vol. 18, n. 4, p. 148-164, 1991.

ARRIGHI, G. *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of our Times*. Verso, 1994.

BALTAR, P. Crescimento da Economia e Mercado de Trabalho no Brasil. Texto para Discussão, n. 2036, IPEA, 2015.

BELLUZZO, L. G. e ALMEIDA, J. *Depois da Queda: A Economia Brasileira da Crise da Dívida aos Impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

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

CHANDLER, A. D. *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge, 1977.

_____. *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*. Cambridge. Harvard University, 1994.

CHOUHRY, M., MARELLI, E. e SIGNORELLI, M. Youth Unemployment Rate and Impact of Financial Crises. *International Journal of Manpower*, vol. 33, p. 76-95, 2012.

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*, vol. 35, n. 3, p. 271-279, 2003.

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

DURAND, C. e MIROUDOT, S. Is Labour The Fall Guy of a Financial-Led Globalisation? Document de Travail du CEPN, n. 2014-1, 2014.

DYMSKI, G. A. O Gênio Fora da Garrafa: A Evolução da Política Too Big to Fail e a Estratégia Bancária dos Estados Unidos. In: CINTRA, M. e

GOMES, K. (eds.) *As Transformações no Sistema Financeiro Internacional*. Brasília. IPEA, p. 177-244, 2012.

FRENCH, S., LEYSHON, A., e WAINWHIGHT, T. Financializing Space, Spacing Financialization. *Progress in Human Geography*, vol. 35, n. 6, p. 798-819, 2011.

GARAGORRY, J. *Economia e Política no Processo de Financeirização do Brasil (1980-2006)*. Tese de Doutorado. PUC-SP, 2007.

GONZÁLEZ, I. e SALA, H. Macroeconomic Consequences of the U.S. Financialisation Process: Lower Capital Accumulation, Higher Unemployment. 2011.

HUSSON, M. Unemployment, Working Time and Financialisation: The French Case. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, n. 3, p. 887-905, 2015.

JÚNIOR, J. The Use of Currency Derivatives by Brazilian Companies: An Empirical Investigation. *Revista Brasileira de Finanças*, vol. 5, n. 2, p. 205-232, 2007.

KALECKI, M. *Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas*. Hucitec, 1977.

KARANASSOU, M. e SALA, H. Labour Market Dynamics in Australia: What Drives Unemployment? *The Economic Record*, vol. 86, n. 273, p. 185-209, 2010.

KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Nova Cultural, 1988.

KRIPPNER, G. R. The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, vol. 3, n. 2, p. 173-208, 2005.

LANGLEY, P. The Making of Investor Subjects in Anglo-American Pensions. *Environment and Planning D: Society and Space*, vol. 24, n. 6, p. 919-934, 2006.

LAPAVITSAS, C. Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. *Historical Materialism*, vol. 17, p. 114-148, 2009.

_____. Theorizing Financialization. *Work, Employment and Society*, vol. 25, n. 4, p. 611-626, 2011.

LAZONICK, W. From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy. In: WOLFSON, M.H. e

EPSTEIN, G. (eds.) *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. New York. Oxford University Press, 2011.

_____. The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can be Regained. The Academic-Industry Research Network. MPRA Paper, n. 42307, 2012.

LAZONICK, W. e O'SULLIVAN, M. Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, vol. 29, n. 1, p. 13-35, 2000.

MARX, K. *O Capital: Crítica da Economia Política*, livro I, vol. I. Civilização Brasileira, 1968a.

_____. *O Capital: Crítica da Economia Política*, livro I, vol. II. Civilização Brasileira, 1968b.

MÉDICI, A. C. O Mercado de Trabalho Brasileiro na Conjuntura Recente (1976-1983), 1984.

MILBERG, W. Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains. *Economy and Society*, vol. 37, n. 3, p. 420-451, 2008.

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

MIRANDA, B. *Impactos da Financeirização Sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica : Um Estudo para a Economia Brasileira entre os Anos de 1995-2012*. Tese de Doutorado. UFMG, 2013.

MYRDAL, G. *Contra a Corrente*. Rio de Janeiro. Editora Campus Ltda, 1977.

PALLEY, T. I. *Financialization: What it is and Why it Matters*. The Levy Economics Institute. Working Paper, n. 525, 2007.

PIKETTY, T. *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, Massachusetts London, England. The Belknap Press of Harvard University Press, 2014.

POTTS, N. Marx and the Crisis. *Capital & Class*, vol. 35, n. 3, p. 455-473, 2011.

RAMOS, L. e BRITTO, M. O Funcionamento do Mercado de Trabalho Metropolitano Brasileiro no Período 1991-2002: Tendências, Fatos Estilizados e Mudanças Estruturais. Texto para Discussão, n. 1011, IPEA, 2004.

SANTOS, F. Ascensão e Queda do Desemprego no Brasil: 1998-2012. Anais do XLI Encontro Nacional de Economia. ANPEC, 2014.

SILVA, V. G. *Distribuição de Renda e Crescimento Econômico: Uma Análise à Luz da Financeirização Brasileira*. Tese de Doutorado. USP, São Paulo, 2014.

SOTIROPOULOS, D. P. e LAPATSIORAS, S. Financialization and Marx: Some Reflections on Bryan's, Martin's and Rafferty's Argumentation. *Review of Radical Political Economics*, vol. 46, n. 1, p. 87-101, 2014.

STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.

STUDART, R. *Investment Finance in Economic Development*. London. Routledge, 1995.

VAN ARNUM, B. e NAPLES, M. Financialization and Income Inequality in the United States, 1967-2010. *American Journal of Economics and Sociology*, vol. 72, n. 5, p. 1158-1182, 2013.