

**ENEI**

Encontro Nacional de Economia Industrial e Inovação

FACE-UFMG**Inovação, Sustentabilidade e Pandemia**

10 a 14 de maio de 2021

Financeirização e Comportamento Empresarial - Um estudo Exploratório para o Brasil (2011-2019) -

Aleff N. Ferreira Lopes (Mestrando, CEDEPLAR-UFMG);

Ricardo Machado Ruiz (Professor, FACE\CEDEPALAR-UFMG)

Resumo:

A financeirização é um tema abordado de forma frequente na literatura econômica. Em muitos casos, os estudos buscam mostrar como a financeirização afeta o desempenho empresarial e macroeconômico. Seguindo esta literatura, o objetivo deste estudo foi avaliar se as práticas atribuídas a uma empresa financeirizada foram eficazes para elevar o valor da empresa. Para este estudo, foi selecionada uma amostra de empresas de capital aberto listadas na B3 (Bolsa de Valores do Brasil). Os resultados não confirmam de forma inequívoca que as práticas atribuídas à financeirização foram utilizadas ou foram eficientes para maximizar o retorno do acionista. De fato, duas das mais representativas práticas da financeirização (a recompra de ações e distribuição de dividendos) não se mostraram estatisticamente significativas.

Palavras-chave:

Financeirização; governança corporativa; maximização do valor do acionista

Código JEL:

F65; G32; O16

Área Temática:

Estratégias empresariais, financiamento e governança corporativa.

1. Introdução

A financeirização nas empresas é uma temática discutida no meio acadêmico a partir de 1990. A análise da financeirização nasce a partir da crítica ao comportamento corporativo denominado “maximização do valor ao acionista” (MSV – *Maximizing Shareholder Value*). Dentre as principais práticas da estratégia MSV, destacam-se a destinação de parte significativa dos lucros aos acionistas, a recompra de ações, elevada remuneração dos altos executivos. Pode-se citar também a diminuição dos gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D), forte alavancagem e endividamento, lucros financeiros, investimentos de curto prazo com elevado giro, busca pela liquidez e preferência por aquisições e fusões em detrimento de investimentos em *green fields*, como consequência, um viés à oligopolização.

Lazonick (2016), argumenta que o fraco desempenho da economia norte-americana e o aumento da desigualdade de renda se deve a implantação generalizada da filosofia gerencial de MSV. Nesta perspectiva, o autor destaca que a capacidade de inovação e investimento em novos projetos da economia norte-americana sob a ótica *retain-and-reinvest* deu lugar a estratégia gerencial *downsize-and-distribute*. Nesta última, as empresas dispensam trabalhadores experientes e reduzem o campo de atuação, preferindo se concentrar na atividade principal ao invés de optar por uma estratégia de diversificação.

Prado (2014) coloca que a financeirização nas empresas pode ser entendida através de dois processos correlatos, mas distintos entre si. O primeiro processo diz respeito a dominância da lógica financeira, onde há prioridade conferida ao curto prazo. Nesse processo, ocorre a terceirização das atividades não centrais e a empresa opta pela desverticalização produtiva, além preferir manter posições alavancadas para financiar suas operações. O segundo processo é marcado pela diversificação das fontes de lucro, sendo este marcado principalmente pelo aumento do lucro não operacional e posse de ativos financeiros. Como resultado desses dois processos, há um *trade-off* entre o investimento produtivo e o lucro de curto prazo. O investimento tende a crescer de forma lenta, o que compromete a expansão da empresa, mas o resultado de curto prazo são lucros elevados e valorização de mercado. Dessa forma, as consequências mais visíveis da estratégia MSV seria a alteração da estrutura de capital da empresa, que aumenta a posse de ativos financeiros e passa a financiar o investimento com fontes mais líquida e, portanto, mais voláteis. Assim, estratégia MSV expõe a empresa a um maior grau de alavancagem e dependência do setor financeiro.

No estado atual, a grande maioria dos estudos relacionados a financeirização das empresas parte do pressuposto que a estratégia MSV tem sido eficiente para maximizar o retorno para o acionista. Esses estudos relacionam de forma hipotética os desdobramentos da financeirização no âmbito empresarial aos indicadores macroeconômicos e sociais, como a formação bruta de capital fixo e índices de desigualdade, por exemplo.

O objetivo deste estudo é mais circunscrito: avaliar se as práticas atribuídas à estratégia MSV foram eficientes em maximizar o retorno do acionista no mercado acionário brasileiro. Para atingir este objetivo, foram analisados os indicadores de 168 empresas listadas na B3 de 2011 a 2019. A partir dos dados disponibilizados pelos demonstrativos de resultados e dos balanços patrimoniais trimestrais foram criados indicadores para a estratégia MSV. Na sequência, foram executados alguns exercícios econométricos exploratórios para identificar a aderência destes indicadores MSV ao processo de valorização patrimonial e valor de mercado das empresas. Por meio da aplicação de regressões quantílicas em painel de dados controlados para os efeitos fixos, foi possível observar o comportamento dos indicadores de financeirização ao longo da distribuição da métrica representativa da valorização do valor da empresa.

Além desta introdução, este artigo está dividido em mais quatro partes. A segunda seção apresenta os aspectos teóricos e históricos da financeirização nas empresas. A terceira seção trata dos aspectos metodológicos. Na quarta seção é realizada a análise dos resultados obtidos nos exercícios econométricos. A última seção tece os comentários finais e as limitações deste estudo exploratório.

2. Aspectos Teóricos e Históricos da Financeirização

2.1 Financeirização da Economia

A financeirização é um tema abordado por diversos autores e a partir de variados pontos de vista; podemos citar Prado (2014), François Chesnais (2005) e Lapyda (2016). Esta diversidade de visões sobre a financeirização tende a dificultar a sua mensuração e tornar ainda mais difícil identificar seus efeitos.

Partindo da interpretação de Chesnais (2005) sobre a temática, o “circuito tradicional¹” de acumulação do capital é dado pelo emprego, em ordem cronológica, de três tipos de capital: capital monetário; capital produtivo e; capital-mercadoria. Nesse tipo de capitalismo, a maior parte da extração/acumulação de valor ocorre com o emprego do capital produtivo, que se sobrepuja aos demais tipos de capital. Até esse momento, as instituições financeiras e as tesourarias desempenhavam a função, única e exclusiva, de intermediação financeira.

Prado (2014) coloca que após a crise de 1929, a reestruturação do capitalismo por meio de políticas macroeconômicas keynesianas foi capaz de conciliar as políticas de suporte ao emprego e estabilização inflacionária com as estratégias dos grandes oligopólios para a manutenção da hegemonia da ótica produtiva. Chesnais (1998) argumenta que, a partir do final da década de 1970, a ascensão de uma classe financeira rentista ao poder fez surgir um novo tipo de ambiente institucional dos mercados, marcado principalmente, pela desregulamentação da movimentação do capital financeiro.

Para Chesnais (1998), o capital financeiro passa a explorar/parasitar os demais tipos de capital. Lapyda (2016) afirma que a financeirização é um mecanismo que tem dado sobrevida ao capitalismo como o conhecemos, mas acirrando, cada vez mais, suas contradições, em particular, nas dimensões produtivas, de emprego e crescimentos, temas importantes para políticas macroeconômicas keynesianas.

Chesnais (1996) define o período de consolidação da mundialização financeira em quatro etapas. A primeira, que ocorreu de 1960 a 1979, foi caracterizado pelo decesso do modelo fordista de produção, o chamado circuito tradicional de acumulação do capital. A segunda fase, de 1980 a 1985, foi marcada pela implementação de políticas neoliberais nos países centrais, destacadamente, EUA e Inglaterra, quando se iniciou o processo de desregulamentação financeira. A terceira fase, 1986 a 1995, marcou a entrada dos países de “fora do centro”² no jogo. Os mercados financeiros e acionários foram desregulamentados nesses países. Os mercados de capitais e de câmbio, se tornaram os mais rentáveis, em especial nos países de moeda fraca. Concomitantemente, os títulos da dívida pública, em especial nos países desenvolvidos, passaram a garantir segurança contra desvalorização de ativos financeiros e foram amplamente demandados em períodos de crise.

Por fim, a última fase, compreende mais do que a expansão geográfica do capital, incorpora o aumento da ligação entre os grandes bancos e sua exposição ao risco. Com os agentes financeiros cada vez mais integrados, o risco de contágio sistêmico foi ampliado LOPYDA (2016). A principal característica dessa fase é o aumento do endividamento das empresas e famílias devido à explosão do crédito hipotecário e de securitização das dívidas.

Chesnais e outros autores tomam a financeirização em aspecto amplo. Por variadas vezes, é complicado relacionar quais as diferenças entre as causas e as consequências do fenômeno “financeirização”. Apesar disso, é possível extrair que a ideia central consiste na descontinuidade de extração de valor pelo “circuito tradicional” de acumulação produtiva do capital e o domínio do “capital financeiro”. Tomada dessa forma, a financeirização deve ser entendida com um processo histórico que vem alterando os arranjos estruturais pela alocação de recursos na economia, reverberando essas mudanças no tecido social. Por esse motivo, é de fundamental importância analisar os desdobramentos microeconômicos desse fenômeno: como a financeirização modifica o comportamento das empresas, em particular, no que se refere ao seu valor de mercado.

¹ Prado (2014) emprega o termo “circuito tradicional” para se referir ao modo de produção capitalista que vigorou do início da Primeira Revolução Industrial até meados da segunda metade do século XX.

² Chesnais utiliza o termo para se referir aos países em desenvolvimento.

2.2 Financeirização das Empresas

Conforme Castelo Branco (2010), o fim do Acordo de Bretton Woods, em 1971, foi um fator fundamental para a desregulamentação financeira que se seguiria, junto a isso, a participação do Estado na economia foi sendo reduzida. Segundo Lazonick e O'Sullivan (2000), o período compreendido entre 1970 e 1990 foi marcado pelo aumento da instabilidade dos indicadores macroeconômicos, impactando diretamente as decisões de investimento das grandes corporações nos países desenvolvidos do ocidente. Somando-se a esses fatores, a crescente concorrência das empresas japonesas na década de 1980, foi outro obstáculo que essas corporações tiveram de enfrentar.

Segundo Lazonick (2013), no Estados Unidos a financeirização nas empresas é efetivada pela adoção da estratégia gerencial de maximização de valor para o acionista (MSV)³. Essa estratégia ganhou força no decorrer da década de 1980. Divergia-se assim da visão corporativa de Chandler (1991), onde as empresas norte americanas, principalmente as grandes corporações, utilizavam os lucros retidos para (i) financiar o investimento produtivo; (ii) aplicar em pesquisa e desenvolvimento; (iii) investir e adquirir novas plantas; (iv) capacitar a mão de obra e (v) internacionalizar-se. Assim, Lazonick (2013) afirma que o crescimento vigoroso experienciado pelas corporações norte americanas contou com uma gerência hábil para reinvestir seus recursos.

Lazonick e O'Sullivan (2000) argumentam que, no início da década de 1980, os economistas, principalmente de Chicago, defendiam que a forma mais eficiente de promover a alocação dos recursos seria aquela que maximizasse o retorno para os acionistas. Dessa forma, os acionistas fariam a alocação dos recursos da maneira mais eficiente, via mercado acionário, e assim, a economia teria um bom desempenho como um todo. Estratégias corporativas que buscassem a diversificação de ativos, mercado, setores e atividades eram inadequadas, pois cabia aos acionistas estas escolhas. Decorre deste argumento a opção pela especialização produtiva na dimensão empresarial.

Segundo Lazonick (2015), a aplicação da estratégia MSV toma a forma através de duas principais práticas gerenciais. A primeira diz respeito a reorientação de “*retain-and-reinvest*” para “*downsize-and-distribute*”. A segunda, diz respeito a prática de recomprar as próprias ações, concentrar os recursos em atividades específicas e, assim, favorecer o monitoramento da rentabilidade do empreendimento. Como dito, a diversificação com eventual diluição de risco de uma carteira de investimento caberia ao investidor/acionista e não a corporação.

A reorientação gerencial de “*retain-and-reinvest*” para “*downsize-and-distribute*”, conforme afirma Lazonick (2015), possibilitou que grandes corporações diminuíssem a alocação dos lucros retidos com investimento em capacidade produtiva e especialização da sua força de trabalho, dando prioridade a uma política de corte de gastos em atividades não relacionadas ao setor de atuação da empresa; certamente a terceirização, desverticalização e outsourcing seguem ao encontro dessa estratégia. Essa prática é caracterizada pela diminuição da intensidade de capital (relação capital / produto), da escala de operações, chegando, em alguns casos, ao estágio de desmembramento de parte das operações da empresa. Um dos resultados seria a redução significativa das estratégias de diversificação produtiva.

Este tipo de estratégia corporativa tende a minimizar os investimentos em novas unidades produtivas (*green field*) e ampliar a aquisição de concorrentes, ou seja, fusões e aquisições. Induziria a oligopolização e o aumento do poder de mercado, pois seriam menos arriscadas quando comparadas a entrada em novos mercados. Além disso, manteriam especialização e teriam sinergias administrativas e operacionais. Em tese, as aquisições seriam menos arriscadas e mais facilmente alavancadas, pois os ativos a serem adquiridos estariam precificados e teriam retornos mensuráveis.

Quanto a recompra de ações, Lazonick (2015) é enfático ao dizer que boa parte do fraco desempenho da economia norte-americana, bem como o aumento da desigualdade de renda, são suas maiores consequências. Isso se deve, segundo o autor, ao fato de que ao alocar grande parte do acúmulo de capital para a recompra de ações, o fluxo destinado a outras atividades é reduzido, e quando essa prática é aliada à política de maior distribuição de dividendos, a empresa passa a limitar o volume de

³ Do inglês: *Maximizing Shareholder Value*.

recursos para investimento, principalmente de longo prazo. Decorre desta lógica, a necessidade de maior endividamento e, assim, maior exposição a riscos financeiros. Tal comprometimento pode restringir e constranger estratégias relacionadas ao desenvolvimento tecnológico de longo prazo, certamente uma estratégia com maior risco financeiro.

Lazonick (2015) afirma que as decisões das corporações norte-americanas afetam diretamente o desempenho da economia. Ao adotar como métrica o retorno do acionista para definir se uma empresa é ou não eficiente, os gestores acabam sendo avaliados pelos acionistas e optam por práticas que aumentem o valor de mercado, o que tende a reduzir o montante disponível para investimento, encurtar o período de maturação de investimentos e ampliar a aversão ao risco. Decorre disso, que a política de remuneração dos dirigentes atrelada ao desempenho do valor da ação, induz os gestores a optar por estratégias de valorização de curto prazo.

Lazonick (2013), em *The Financialization of the U.S. Corporation: what has been lost, and how it can be regained*, argumenta que, historicamente, com exceção de alguns períodos, o desempenho das grandes corporações norte-americanas não dependeu do mercado acionário como importante fonte de financiamento. A maior parte dos recursos necessários para financiar a expansão dessas corporações veio da retenção de recursos acumulados. Por este motivo, o autor afirma: “*the experience of the US suggests that the pursuit of shareholder value may be an appropriate strategy for running down a company and an economy*”. Além disso, no artigo “*Profits Without Prosperity*” o autor afirma que a única explicação lógica para recompra de ações é que os executivos se beneficiam dessa prática, pois são remunerados de acordo com a valorização dos papéis da empresa, pois parte dos seus rendimentos são pagos em ações.

Em outra crítica, Lazonick (2015) aponta duas falhas no argumento dos que defendem a MSV. A primeira falha, é que os acionistas não são os únicos tomadores de risco. Nesse sentido, o autor argumenta que os contribuintes (a sociedade) também tomam risco ao subsidiarem partes do investimento por meio de subsídios outorgados pelo governo. Ademais, os funcionários também tomam risco, ao contribuírem mais do que o acordado. Dessa forma, não são apenas os acionistas que tomam risco, assim, não são os únicos que têm o direito de reivindicar o excedente da empresa. Sinteticamente, este argumento apresenta a diferença entre *shareholder* e *stakeholder*. Os trabalhadores são *stakeholders*, portanto, tem interesse na empresa, pois dela se têm rendas.

Lazonick (2015) é ainda mais enfático ao expor a segunda falha. Para ele, os acionistas (gestores de fundos) investem na expectativa de valorização futura da empresa. Ao remunerar os executivos com ganhos em valorização de ações, as empresas passam a ser governadas por *traders*, em que o objetivo maior é fazer que o preço da ação cresça de modo contínuo ou de “forma fictícia”. Afirma que os acionistas não buscam investir na criação de valor da empresa: “*the MSV version of agency theory is a theory of value extraction without a theory of value creation*”. Em seguida, argumenta que é necessário dividir os lucros com os demais *stakeholders* (contribuintes e trabalhadores), pois isso será útil para uma melhor distribuição de renda e melhoria do padrão de vida de todos.

Para Lapyda (2018), a financeirização nas empresas ocorre por meio de dois processos correlatos. O primeiro, é marcado pela hegemonia da lógica financeira, que toma corpo através da estratégia de maximização de valor ao acionista. Isso forçaria os dirigentes a buscar resultados de curto prazo, cujo o efeito prático é a concentração de recursos (a especialização setorial) com terceirização das atividades de apoio (*downsize-and-distribute*) e alienação de ativos e recursos humanos. O resultado seria um processo de especialização produtiva no core business da empresa e, talvez, um estreitamento da capacidade corporativa em identificar novos mercados e novos produtos, ambos combinados com encurtamento temporal dos investimentos.

O segundo processo advém da diversificação das fontes de lucro, principalmente o lucro não-operacional, sendo este altamente correlacionado ao resultado financeiro da empresa. Nesse processo, as empresas reduzem os passivos de longo prazo, que seriam os principais financiadores do investimento de igual período, e aumentam a posse de ativos financeiros, dando preferência àqueles de maior liquidez.

Lapyda (2018) argumenta que esse processo ocorre por conta da mudança de perfil dos dirigentes. A figura do “administrador-industrial” foi dando lugar a um novo perfil gerencial, a dos

CEOs, em que parte de sua remuneração se tornou atrelada ao desempenho das ações. Assim, os CEOs são personagens com interesses contraditórios. Se por um lado devem cuidar da sobrevivência da empresa por meio da criação de valor no longo prazo, por outro, se aliam aos interesses dos acionistas, cujo o objetivo é a extração de valor no curto prazo. Como resultado, há um *trade-off* entre o investimento produtivo e/ou com maturação longa duração e o lucro de curto prazo focado na valorização de ações. Um resultado seria o investimento crescendo de forma lenta, comprometendo a expansão da empresa, embora os lucros de curto prazo possam ser altos. As consequências mais visíveis seriam a alteração da estrutura de capital da empresa com aumento da proporção de ativos com maior liquidez e financiamento do investimento com recursos de terceiros, sempre mais voláteis quando comparada a retenção de lucros. Portanto, a nova estratégia de alavancagem expõe a empresa a um maior grau de fragilidade financeira, visto que passa a depender de forma frequente de capitais de terceiros em um mercado volátil e sensível a todo tipo de choques estranhos ao desempenho da empresa.

Diante do exposto nesta seção, é possível compreender o interesse pelo processo de financeirização das economias e das empresas. Contudo, apesar de ser descrito como um fenômeno global e abrangente, estudos empíricos que buscam mensurar este processo e seus impactos nas empresas e na economia são ainda limitados. Este artigo busca avaliar a financeirização das empresas e seus resultados, mais especificamente, definir indicadores para a estratégia MSV e avaliar sua relevância em um grupo selecionado de empresas brasileiras.

2.3 Valor de Mercado Como Métrica

A financeirização nas empresas (MSV) foi descrita acima e nesta parte do estudo serão apresentados indicadores desta estratégia. Estes indicadores terão com referência as informações disponibilizadas em balanços e demonstrativos de resultados de empresas de capital aberto, portanto, as mais suscetíveis a alguns comportamentos considerados tidos como financeirizados.

Conceitualmente, temos três componentes da MSV: (i) um problema de maximização; (ii) a determinação de um “valor” objetivo que deve ser maximizado, e; (iii) um conjunto de preferências do acionista. Um problema que dificulta o cálculo objetivo dessa métrica é que, conforme Lazonick e O’Sullivan (2000), a MSV é um princípio de governança corporativa que define uma “estratégia gerencial”. Por esse motivo, ao mesmo tempo que essa estratégia é muito ampla para ser definida de forma sintética, é ampla o suficiente para ser adaptada a qualquer tipo de empresa.

Segundo Maenpaa (2016, pg 15), a MSV condiciona os gestores a dar prioridade aos interesses de uma única parte, a dos investidores⁴, em vez de buscar equilibrar os interesses dos vários *stakeholders*. Essa estratégia tem sido vinculada a teorias de engajamento do investidor em que estes incentivam a alta gerência a focar nos objetivos previamente acordados. Uma forma recorrente que esses investidores utilizam para remunerar os dirigentes é atrelar seus salários a conclusão desses objetivos e seus resultados futuros.

Fazendo uso das teorias da agência, Martin, Casson e Nisar (2007) argumentam que a construção de uma gerência corporativa voltada para a criação de valor ao acionista envolve quatro etapas relevantes: (i) definir os interesses dos principais (acionistas) e dos agentes (dirigentes); (ii) estabelecer mecanismos para monitorar o desempenho dos agentes e disciplinar a prevaricação; (iii) identificar os interesses percebidos ou revelados dos principais e dos agentes e estabelecer congruência entre esses objetivos e (iv) criar incentivos para que os agentes (dirigentes) maximizem o desempenho na busca dos interesses dos principais (acionistas).

Starovic, Cooper e Davis (2004) elaboraram um parecer técnico com algumas métricas utilizadas para se medir a criação de valor para o acionista, as métricas são: (a) *Shareholder Value Analysis*, (b) *Economic Profit*, (c) *Cash Flow Return Investment* e (d) *Total Business Returns*.

Dentre as métricas consideradas, Starovic, Cooper e Davis (2004) advertem que cada uma delas sofre de problemas específicos, a começar por aqueles referentes ao fator de desconto e, em especial, a

⁴ O termo é utilizado para descrever quem faz o aporte de capital no Patrimônio Líquido da empresa.

aqueles relacionados a fatores que incorporam algum tipo de cálculo de expectativa por parte dos investidores.

De acordo com Maenpaa (2016, pg. 17), para que o objetivo de maximizar o valor ao acionista seja alcançado, deve-se haver um compromisso dos gestores em estabelecer alguma medida de desempenho quantificável. Nessa lógica, a estratégia gerencial de MSV deve contar com metas e objetivos claros, cuja a avaliação não seja demasiadamente trabalhosa para os acionistas.

Com base nas informações e estratégias divulgadas pelos gestores, Maenpaa (2016) argumenta que os *shareholders* montam suas posições conforme expectativas de lucro, já descontado o devido custo de capital. Ao montarem/desmontarem essas posições, os acionistas influenciam o preço da ação da empresa. Por conseguinte, a preferência dos acionistas é revelada no momento que decidem montar/manter/desfazer sua posição societária. Enquanto os gestores (agentes) revelam suas estratégias ao divulgar seus objetivos e metas, os acionistas efetivam suas estratégias (revelam sua preferência) com base nos resultados atuais e objetivos futuros divulgados pelos gestores. A efetivação dessa preferência pode ser observada através da movimentação do preço da ação da empresa. Por este motivo, uma das métricas mais utilizadas para avaliar o desempenho de uma empresa consiste na evolução do seu valor de mercado.

Como o objetivo deste estudo é avaliar como algumas práticas da estratégia de MVA tem sido, de fato, eficientes para elevar o retorno do acionista. Devido à dificuldade de expressar o retorno do acionista em uma única métrica, optou-se por utilizar duas métricas de resultado (variáveis dependentes): (a) o índice de evolução do valor da empresa expressa no patrimônio líquido e (b) o índice de evolução do valor de mercado da empresa, ambos em uma dimensão temporal trimestral.

2.4 Indicadores da MSV

Em se tratando da análise do fenômeno da financeirização nas empresas, uma característica comumente observada é a ausência de uma metodologia abrangente para identificação de empresa financeirizada. No item anterior foram definidas as métricas de resultado da MSV (valor do patrimônio líquido e valor de mercado) e neste item são apresentados os indicadores de comportamento gerencial da MSV.

Com base na revisão de literatura realiza, foi possível realizar um levantamento com alguns indicadores que supostamente captariam as estratégias corporativas MSV. A Tabela 2.1 apresenta essas variáveis, bem como o sinal esperado ao relacionar-se com a maximização de valor da empresa, a descrição, a definição operacional e a escala em que a variável foi utilizada. As bases de informações utilizadas permitiram identificar oito indicadores de MSV e que estão explicitados na revisão de literatura. Existem outros indicadores da MSV, por exemplo, oligopolização, especialização, período de maturação, porém, as bases de dados não permitem indicadores consistentes para estes comportamentos corporativos.

Sarti e Hiratuka (2019) argumentam que as grandes corporações globais vêm utilizando parcela significativa dos lucros para a distribuição de dividendos e recompra de ações. Segundo Lazonick (2015), a tendência de alocar os lucros extras numa maior distribuição de dividendos e na recompra de ações busca provocar uma sobrevalorização no preço da ação, acarretando em uma valorização fictícia da empresa. Por esse motivo, foram criados três indicadores: percentual de ações em tesouraria, *payout* e *dividend yield*, todos consistentes com a MSV, logo, deveriam ter impacto positivo sobre o valor da empresa.

Conforme Tulum e Lazonick (2018), a política agressiva de distribuição dos lucros aos acionistas tende a diminuir a parcela do lucro que a empresa financeirizada detém. Dessa forma, para financiar suas atividades regulares, a empresa deveria alavancar seus investimentos com capital de terceiros em detrimento do capital próprio. Espera-se, portanto, que o endividamento de longo prazo da empresa se eleve, o mesmo ocorrendo com a alavancagem geral (multiplicador do patrimônio líquido). Estes dois indicadores deveriam estar positivamente relacionados com a evolução do valor da empresa.

A redução da reserva de lucros tende a diminuir o fluxo de capital próprio alocado para o

investimento, logo, é de se esperar que o investimento passe também a ser financiado com capital de terceiros. Para este comportamento, um indicador seria uma relação crescente entre ativo imobilizado em relação ao capital de terceiros.

A liquidez e a negociabilidade são dois outros indicadores importantes, pois permite ao acionista ter garantia de retorno, dada a disponibilidade de recursos, em um mercado acionário propenso que facilita a administração da carteira de investimento.

Tabela 2.1 - Descrição e Definição das Variáveis Utilizadas

Variável	Sinal	Descrição	Definição	Escala
<i>p_ações_tesouraria</i>	(+)	Ações em Tesouraria	$\frac{\text{ações em tesouraria}}{\text{ações emitidas}} \times 100$	Percentual
<i>endividamento_lp</i>	(+)	Endividamento a Longo Prazo	$\frac{\text{passivo não circulante}}{(\text{passivo não circulante} + \text{patrimônio líquido})}$	Índice
<i>liquidez_corrente</i>	(+)	Liquidez Corrente	$\frac{\text{ativo circulante}}{\text{passivo circulante}}$	Índice
<i>liquidez_corrente</i> ²	(-)	Liquidez Corrente ao quadrado	$(\frac{\text{ativo circulante}}{\text{passivo circulante}})^2$	Índice
<i>payout</i>	(+)	Lucro distribuído aos acionistas	$\frac{\text{dividendos distribuídos}}{\text{lucro líquido}} \times 100$	Percentual
<i>dividend_yield</i>	(+)	Retorno com o recebimento de dividendos e juros sobre o capital próprio	$\frac{(\text{dividendos} + \text{juros sobre o capital próprio})}{\text{preço da ação}_{t-1}}$	Percentual
<i>negociabilidade</i>	(+)	Índice de negociabilidade	$\frac{\sum_{i=1}^P \sqrt[3]{\frac{n_i}{N} \times \left(\frac{v_i}{V}\right)^2}}{P}$	Índice
<i>AT/PL</i>	(+)	Multiplicador do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{ativo total}}{\text{patrimônio líquido}}$	
<i>ATF/PNC</i>	(-)	Ativo Imobilizado sobre o Passivo não circulante	$\frac{(\text{ativo fixo})}{(\text{passivo não circulante})}$	
<i>valor_contábil</i>	Var.dependente	Valor contábil da ação informado nos demonstrativos	$\text{preço da ação nos demons.} \times \text{n}^\circ \text{ ações emitidas}$	R\$
<i>valor_mercado</i>	Var.dependente	Valor da empresa avaliado pelo mercado	$\text{cotação}_t \times \text{n}^\circ \text{ de ações emitidas}$	R\$
<i>ind_pl</i>	Transformação na Var.dependente	Índice de valorização do Patrimônio Líquido	$\text{ind_pl}_t \times (1 + \Delta\% \text{ind_pl}_{t-1})$	Índice
<i>ind_vlmerc</i>	Transformação na Var.dependente	Índice de valorização do Valor de Mercado	$\text{ind_vlmerc}_t \times (1 + \Delta\% \text{ind_vlmerc}_{t-1})$	Índice

Fonte: Elaboração própria dos autores a partir dos dados da Economática. Acesso em 27/12/2020.

Notas: * p_{it} refere-se ao preço da ação da empresa i no período t e $ibov$ é o índice do Ibovespa.

** n_i refere-se ao número de negócios com o ativo i no mercado a vista. N é o número total de negócios no mercado a vista. v_i , o volume financeiro gerado pelos negócios com o ativo i . V é o volume financeiro total do mercado a vista e P é o número total de pregões no trimestre.

Forti, Peixoto e Alves (2015) argumentam que empresas com maior presença em bolsa e que administram adequadamente os recursos em caixa tendem a oferecer maior nível de segurança para os investidores. Além disso, de acordo com Lazonick e Petrin (2018), os gestores dos grandes fundos não investem em novas firmas (*green fields*), preferem adquirir em ações em circulação. Dessa forma, eles tomam pouco risco e diante de qualquer intempere, preservam a liquidez e podem desfazer da posição a um custo baixo. Por esses motivos, e de esperar que as variáveis liquidez corrente e negociabilidade estejam positivamente correlacionadas com a evolução do valor da empresa.

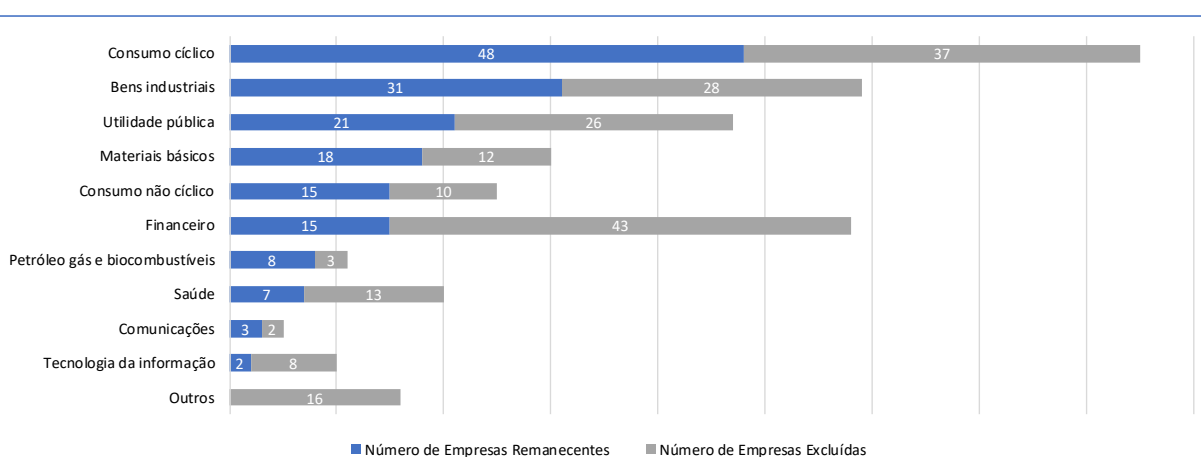
3. Estratégia Empírica

3.1 Amostragem e Base de Dados

Esta seção descreve a base de dados utilizada e os procedimentos econométricos adotados.

O conjunto amostral é formado pelas empresas de capital aberto listadas na B3. A amostra considerada neste estudo foi coletada no site Economática, onde foi possível elencar todas as empresas listadas na nova Bolsa de Valores do Brasil, a B3. A periodicidade da amostra é trimestral e o corte temporal definido abrange o período entre o primeiro trimestre de 2011 e quarto trimestre de 2019. A escolha do período inicial do estudo deve-se a mudança realizada na Legislação Societária Brasileira em 2010 que adotou o padrão *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Por este motivo, com o intuito de mitigar as incongruências de transição do padrão contábil, optamos por iniciar o estudo no ano posterior a essa mudança. Além disso, mesmo dispondo dos dados referentes aos três primeiros trimestres de 2020, optamos por excluir tal período devido aos efeitos da pandemia do novo coronavírus.

De modo geral, a amostra inicial conta com 366 empresas de 11 setores da economia. No entanto, algumas dessas empresas não apresentam dados em todos os períodos, caracterizando uma estrutura de dados em painel desbalanceado. Conforme Greene (2012, pg 374), esse tipo de estrutura dificulta a estimação do modelo de efeitos aleatórios ao alterar a ordem da matriz de covariância. Por esse motivo, a autocovariância de primeira ordem seria diferente de zero. Ademais, mesmo utilizando o estimador de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS), outro problema seria a inserção de heteroscedasticidade entre o grupo de empresas que dispõe de todas as observações e aquelas com observações faltantes. À vista disso, optamos por excluir as observações de empresas que não apresentaram dados em todos os períodos. Além disso, devido as diferenças estruturais dos demonstrativos financeiros, também excluímos da amostra os subsetores de Intermediação Financeira e Previdência e Seguros. Após esses procedimentos, restaram 168 empresas segmentadas em 10 setores. O Gráfico 3.1 apresenta o número de empresas que compõe a amostra final bem como aquelas que foram excluídas, conforme os critérios descritos anteriormente⁵.



Fonte: Elaboração própria dos autores a partir dos dados da Economatica. Acesso em 27/12/2020.

Gráfico 3.1 – Número de Empresas Remanescentes e Excluídas da Amostra Conforme Setor de Atividade

Ainda em relação a estrutura do painel, Santanna, Louzada, Queiroz e Ferreira (2015) advertem que, ao se exigir a participação das empresas em todos os períodos da amostra, o chamado viés de sobrevivência (*survivor bias*) é acentuado. Este viés não afeta este estudo, pois a MSV seria abrangente, multifacetado e se pronunciaria com maior visibilidade nas grandes e perenes corporações. Portanto, as práticas gerenciais que caracterizam a estratégia de financeirização ocorrem com maior frequência nas empresas que perduram por mais tempo. Consequentemente, dado o objetivo deste estudo (identificar um tipo de comportamento, a MSV como determinante do valor da empresa), o viés de sobrevivência não corresponde a um problema de representatividade.

3.2 Modelos Empíricos

De acordo com Gujarati e Porter (2009, pg.47) os dados em painel, ou longitudinais, são um tipo especial de arranjo nos quais a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo. Em síntese, os dados em painel possuem uma dimensão temporal e outra espacial. Dentre as técnicas de estimação com esse tipo de arranjo de dados, os mais comuns são: modelo MQO para dados empilhados (*pooled data*); modelo de efeitos fixos dentro de um grupo (EF) e; modelo de efeitos aleatórios (EA).

No *pooled data*, todas as observações são empilhadas e é estimada uma grande regressão. Neste caso, despreza-se a natureza de corte transversal e de série temporal dos dados. Nesse tipo de modelo, as especificações dos coeficientes são constantes. Além disso, as suposições subjacentes a este modelo

⁵ A base completa por ser acessada em: <https://github.com/Alef-I/ENEI2021>.

são as mesmas dos modelos tradicionais com análise de corte transversal. No modelo de efeitos fixos dentro de um grupo (EF), são combinadas todas as observações, mas para cada indivíduo, as variáveis são expressas como desvios em relação ao seu valor médio. Então, é realizada uma regressão por MQO contra esses valores corrigidos pela média individual. Já no modelo de Efeitos Aleatórios, pressupõe-se que os valores dos interceptos sejam extraídos aleatoriamente de uma população bem maior. Essa aplicação assume que os efeitos individuais são distribuídos independentemente dos regressores. Ver outros detalhes em Gujarati e Porter (2009).

Em alguns casos, o foco na distribuição média talvez possa representar a relação de causalidade previamente esperada entre as variáveis de interesse, em outros casos, é mais recomendado que a análise seja feita avaliando todos os níveis de distribuição da variável dependente. Quando este for o caso, a estimação pelo modelo de Regressão Quantílica (RQ) permite uma visão mais abrangente das causas e efeitos através dos diferentes níveis de distribuição da variável dependente. Ver outros detalhes em BACHE, DAHL e KRISTENSEN, 2008).

Conforme colocado por Barros et al (2020), um problema recorrente com os modelos de dados em painel consiste na endogeneidade, sendo esta provocada por três principais fontes: (i) variáveis omitidas; (ii) erros de mensuração e (iii) simultaneidade. O diagnóstico e a correção para esse tipo de problema envolvem a incorporação de variáveis instrumentais. À vista disso, de acordo com Dang et al. (2015), a incorporação da variável dependente defasada no modelo com dados em painel pode resolver o problema, desde que se suponha que a endogeneidade não seja dinâmica.

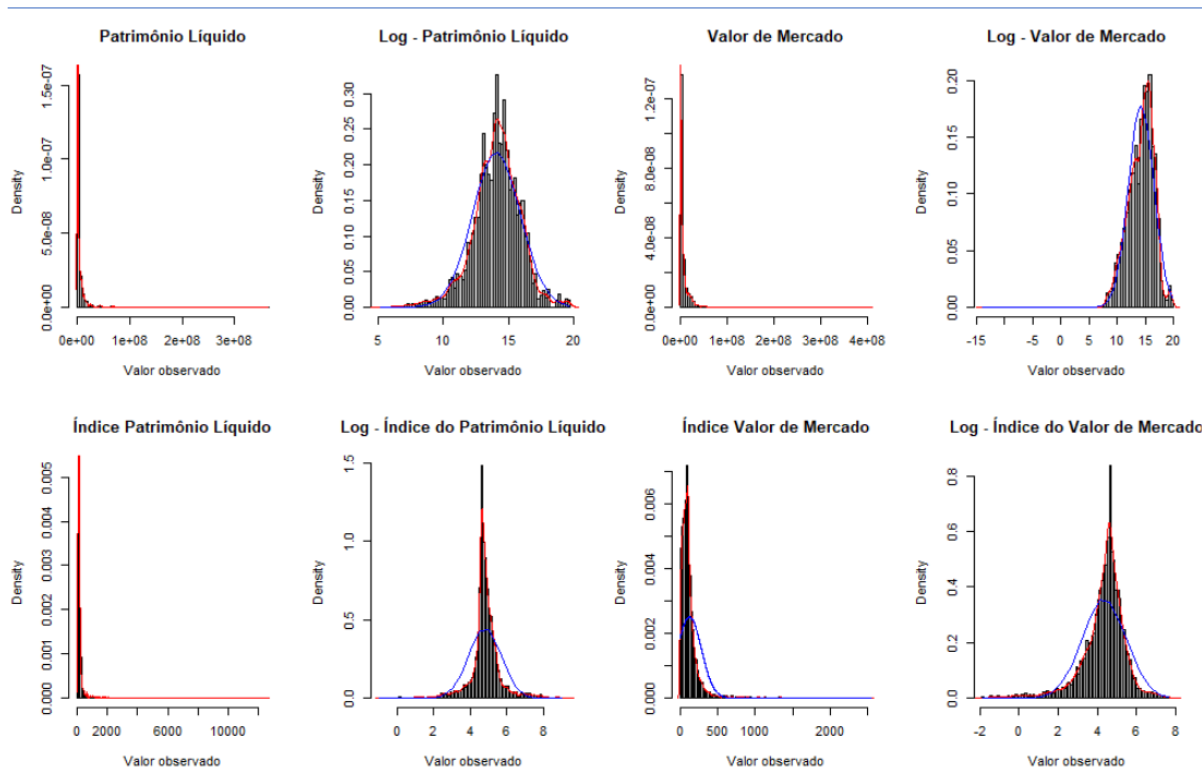
3.1 Estimação e Análise dos Resultados

Antes de estimar os modelos teóricos apresentados no tópico anterior, cabe analisar a distribuição de densidade das variáveis dependentes bem como a tabela de correlação entre as variáveis independentes a fim de auxiliar a especificação da forma funcional do modelo empírico.

A Figura 3.1 apresenta a distribuição de densidade amostral das variáveis dependentes. A curva em azul representa o que seria a distribuição normal ao se considerar a média e desvio padrão para o número de observações da amostra. A linha em vermelho, apresenta a distribuição de densidade real da variável analisada.

Segundo Gujarati e Porter (2009), os coeficientes de correlação de primeira ordem entre as variáveis dependentes superior a $|0,8|$ pode ser um indicativo da inserção do problema da colineariedade, o que prejudica a eficiência do modelo ao elevar o fator de inflação da variância (FIV). Contudo, como pode ser observado na Tabela 3.2, com exceção da liquidez corrente e seu termo quadrático, inexistem coeficiente de correlação de primeira ordem superior a $|0,8|$.

Como pode ser observado pela Figura 3.1, o ajuste logarítmico parece ser o que melhor se adequa ao conjunto das observações. A Tabela 3.2 apresenta a correlação entre as variáveis independentes do modelo.



Fonte: Elaboração própria dos autores a partir dos dados da Economática. Acesso em 27/12/2020.

Figura 3.1 – Distribuição de Densidade das Variáveis Dependentes

Tabela 3.2 - Correlação Entre as Variáveis Independentes do Modelo

	ln.indvlmer	ln.ind_vlrmer	p_ações_tesouraria	payout	dividend_yield	negociabilidade	AT/PL	ATF/PNC	endividamento_lp	liquidez_corrente	liquidez_corrente ²
ln.indvlmer	1,0000	0,5411	0,0145	0,0077	0,0225	0,1202	-0,0520	0,0246	0,0008	0,0801	-0,0360
ln.ind_vlrmer	0,5411	1,0000	-0,0636	0,0149	0,0206	0,1438	-0,0241	0,0369	-0,0016	0,1200	0,0173
p_ações_tesouraria	0,0145	-0,0636	1,0000	-0,0061	0,0597	0,0339	0,0032	-0,0372	-0,0066	0,0527	-0,0075
payout	0,0077	0,0149	-0,0061	1,0000	-0,0012	0,0437	-0,0010	0,0055	-0,0003	-0,0061	-0,0020
dividend_yield	0,0225	0,0206	0,0597	-0,0012	1,0000	0,0086	0,0755	-0,0005	-0,0055	0,0269	0,0022
negociabilidade	0,1202	0,1438	0,0339	0,0437	0,0086	1,0000	-0,0084	-0,0374	-0,0071	0,0019	-0,0132
AT/PL	-0,0520	-0,0241	0,0032	-0,0010	0,0755	-0,0084	1,0000	-0,0174	-0,0015	-0,0204	-0,0092
ATF/PNC	0,0246	0,0369	-0,0372	0,0055	-0,0005	-0,0374	-0,0174	1,0000	-0,0115	0,1396	0,0354
endividamento_lp	0,0008	-0,0016	-0,0066	-0,0003	-0,0055	-0,0071	-0,0015	-0,0115	1,0000	-0,0143	-0,0029
liquidez_corrente	0,0801	0,1200	0,0527	-0,0061	0,0269	0,0019	-0,0204	0,1396	-0,0143	1,0000	0,8387
liquidez_corrente ²	-0,0360	0,0173	-0,0075	-0,0020	0,0022	-0,0132	-0,0092	0,0354	-0,0029	0,8387	1,0000

Fonte: Elaboração própria dos autores a partir dos dados da Economática. Acesso em 27/12/2020.

Os resultados da análise econométrica são apresentados nas Tabelas 3.3 e 3.4. Conforme discutido anteriormente, foram estimados quatro modelos: (i) modelo de dados empilhados em painel (pooling); (ii) modelo de efeitos fixos dentro de um grupo (within); (iii) modelo de efeitos aleatórios (random) e; (iv) modelo de Regressão Quantílica para dados em painel com Efeitos Fixos. Para este último modelo, foram estimados cinco quantis (Q10, Q25, Q50, Q75 e Q90). Além disso, foram inseridas *dummies* setoriais com o intuito de controlar para os efeitos não observados através dos

diferentes segmentos de mercado. As empresas do setor de consumo cíclico foram o grupo base.

Tabela 3.3 - Resultados das Estimações com Panel de Dados - Modelo 1: Variável Dependente ln.ind_pl

Variável	Pooling	Within	Random	RQ10	RQ25	RQ50	RQ75	RQ90
(Intercept)	0.0844** (0.0409)		0.3265*** (0.0656)	-0.1482*** (0.0439)	0.0038 (0.018)	0.0483*** (0.0129)	0.0608*** (0.0146)	0.2329*** (0.0622)
ln.indpl.d1	0.9771*** (0.0091)	0.8928*** (0.0163)	0.9212*** (0.0138)	1.0124*** (0.0071)	0.9959*** (0.0042)	0.9921*** (0.0031)	0.9941*** (0.0036)	0.9724*** (0.0116)
p_ações_tesouraria	-0.0041 (0.0025)	0.0026 (0.0046)	-0.0005 (0.0033)	-0.0053 (0.0042)	-0.0025* (0.0014)	-0.0019* (0.0011)	-0.0007 (0.0013)	-0.0029 (0.0025)
payout	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
dividend_yield	-0.0013*** (0.0004)	-0.002*** (0.0005)	-0.0017*** (0.0005)	-0.0024** (0.0010)	-0.0016*** (0.0005)	-0.0003 (0.0003)	-0.0005 (0.0004)	-0.0021*** (0.0004)
negociabilidade	0.0171** (0.0083)	0.0585** (0.0231)	0.0383** (0.0155)	0.0099* (0.0059)	0.007** (0.0034)	0.0073*** (0.0026)	0.005 (0.0033)	0.0004 (0.008)
AT/PL	-0.001*** (0.0003)	-0.0009*** (0.0003)	-0.0009*** (0.0003)	-0.0046*** (0.0015)	-0.0029** (0.0013)	-0.0012** (0.0006)	0.0002 (0.0007)	0.0013 (0.0017)
ATF/PNC	-0.0045 (0.0025)	-0.0065 (0.0042)	-0.0053 (0.0032)	0.0001 (0.0008)	0.0008 (0.0006)	-0.0001 (0.0001)	-0.0009 (0.0006)	-0.0021* (0.0015)
endividamento_lp	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
liquidez_corrente	0.0224** (0.0091)	0.033** (0.0244)	0.0316** (0.018)	0.0263** (0.0101)	0.0075** (0.0038)	0.0039** (0.0021)	0.0027** (0.0023)	-0.006** (0.0048)
liquidez_corrente²	-0.0008** (0.0091)	-0.0011* (0.0244)	-0.001* (0.0000)	-0.0014* (0.0000)	-0.0003 (0.0000)	-0.0001* (0.0000)	-0.0001 (0.0001)	0.0003 (0.0012)
D1.comunicações	0.0671** (0.0003)		0.0969* (0.0006)	0.0146 (0.0009)	0.0163 (0.0002)	0.0026 (0.0001)	-0.0097 (0.0001)	0.043 (0.0003)
D2.bens_industriais	-0.029* (0.0175)		-0.0577* (0.032)	-0.0161 (0.0259)	-0.0026 (0.005)	-0.0029 (0.0027)	-0.0024 (0.0044)	-0.0125 (0.0138)
D3.consumo_Ncíclico	-0.0037 (0.0243)		-0.0092 (0.0405)	-0.0501 (0.0524)	-0.0033 (0.0097)	0.0047* (0.0028)	0.0107 (0.0083)	0.0349 (0.0322)
D4.financeiro	-0.0153 (0.0145)		-0.0254 (0.0251)	0.0097 (0.0242)	0.0064 (0.0051)	-0.0048* (0.0028)	-0.0085 (0.0064)	-0.0008 (0.0159)
D5.materias_basicos	-0.0352* (0.0189)		-0.0761** (0.0338)	-0.0228 (0.0182)	-0.0127 (0.0104)	-0.0115** (0.0045)	-0.0056 (0.0075)	-0.0042 (0.0178)
D6.petróleo&gas&bio	-0.0472 (0.0357)		-0.103 (0.0654)	-0.061 (0.0852)	-0.0161 (0.0121)	-0.0147** (0.0066)	-0.0105 (0.008)	0.0108 (0.0578)
D7.saúde	-0.0267 (0.0291)		-0.0453 (0.0511)	0.011 (0.0157)	0.0039 (0.0058)	-0.0069** (0.003)	-0.0162*** (0.0046)	-0.0279 (0.0278)
D8.TI	0.0159 (0.0166)		0.0219 (0.0299)	0.0208** (0.0101)	0.0058 (0.0042)	0.0017 (0.0048)	-0.0106 (0.008)	-0.0227 (0.0193)
R²	0.9214	0.8041	0.8446					
R² Ajustado	0.9211	0.7981	0.8441					
F(18. 5580) / Chisq	3817.7	2341.59	31866					
P-valor (F)	0.0000	0.0000	0.0000					
studentized Breusch-Pagan test	175.58	175.58	175.58					
P-valor (LM)/(DW)	0.0000	0.0000	0.0000					
Breush-Godfrey/Wooldridge test	141.7	243.47	154.6					
P-valor (BP)	0.0000	0.0000	0.0000					

Notas: Erro padrão entre parênteses. Níveis de significância: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1.

Nas últimas linhas das Tabelas 3.3 e 3.4, foram aplicados os testes de Breusch-Godfrey/Wooldridge e Breusch-Pagan para o diagnóstico de autocorrelação serial e heteroscedasticidade, respetivamente. Em todos os modelos, as hipóteses nulas foram rejeitadas, indicando a presença de autocorrelação serial e heteroscedasticidade nos resíduos. Para lidar com a heteroscedasticidade, os erros-padrão apresentados nas Tabelas 3.3 e 3.4 foram obtidos por meio da matriz de covariância robusta (estimador sanduíche). Em relação a autocorrelação serial, quando se tem um painel curto (i.e., quando a quantidade de observações de corte transversal é maior que o número de observações de séries temporais), Greene (2012, pg. 388), argumenta que não é uma dificuldade relevante e a estimação com a matriz de covariância robusta também é suficiente para lidar com o problema.

Tabela 3.4 - Resultados das Estimações com Painel de Dados - Modelo 2: Variável Dependente ln.ind_vlmerc

	Pooling	Within	Random	Q10	Q25	Q50	Q75	Q90
(Intercept)	0.0464** (0.0232)		0.3359*** (0.0497)	-0.2538*** (0.0542)	-0.0053*** (0.0346)	0.2268*** (0.0263)	0.5192*** (0.0389)	0.8082*** (0.049)
ln.indpl.d1	0.9892*** (0.0051)	0.8993*** (0.0102)	0.9201*** (0.0097)	0.992*** (0.0112)	0.9709*** (0.0075)	0.9479*** (0.0061)	0.9122*** (0.0086)	0.8829*** (0.0101)
p_ações_tesouraria	-0.0041 (0.0027)	-0.0085 (0.0056)	-0.006 (0.0039)	-0.018 (0.0068)	-0.0103 (0.0045)	-0.0064 (0.005)	-0.0023 (0.0042)	-0.0016 (0.0062)
payout	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
dividend_yield	-0.0021*** (0.0007)	-0.0025*** (0.0008)	-0.0022*** (0.0004)	-0.0041*** (0.0017)	-0.0029*** (0.0014)	-0.0038** (0.0016)	-0.0036 (0.0024)	-0.0019 (0.0026)
negociabilidade	0.0136*** (0.005)	0.083*** (0.0281)	0.0457*** (0.0148)	0.047*** (0.0172)	0.0438*** (0.0153)	0.0402** (0.0186)	0.0417** (0.02)	0.0239 (0.0212)
AT/PL	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0002 (0.0004)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0002 (0.0003)	-0.0001 (0.0005)
ATF/PNC	-0.0031 (0.0001)	-0.007* (0.0002)	-0.0057* (0.0019)	-0.0069* (0.0014)	-0.0057* (0.0015)	-0.0014 (0.0010)	-0.0006 (0.0042)	-0.0004 (0.0002)
endividamento_lp	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
liquidez_corrente	0.0142** (0.0035)	0.0165** (0.0061)	0.0194** (0.0053)	0.04** (0.0085)	0.0234** (0.0051)	0.014** (0.0043)	0.0092** (0.0055)	-0.0003** (0.0082)
liquidez_corrente ²	-0.0005*** (0.0035)	-0.0006*** (0.0061)	-0.0006*** (0.0053)	-0.0018*** (0.0085)	-0.0009*** (0.0051)	-0.0006*** (0.0043)	-0.0003* (0.0055)	-0.0001 (0.0082)
D1.comunicações	0.0337* (0.0001)		0.0742* (0.0002)	0.0754* (0.0005)	0.0196* (0.0002)	0.0224 (0.0002)	-0.0029 (0.0002)	-0.0193 (0.0002)
D2.bens_industriais	-0.0128 (0.0094)		-0.0246 (0.0197)	0.0003 (0.024)	-0.0028 (0.0115)	-0.0081 (0.0092)	-0.0199* (0.0117)	-0.0332* (0.0195)
D3.consumo_Ncíclico	0.0005 (0.0094)		0.0124 (0.0205)	0.0124 (0.0288)	0.003 (0.0185)	-0.0156 (0.0159)	-0.0164 (0.0171)	-0.0486* (0.0273)
D4.financeiro	-0.0058 (0.0119)		-0.0054 (0.0222)	0.0295 (0.0187)	-0.0183 (0.0138)	-0.0033 (0.0102)	0.0007 (0.015)	-0.0186 (0.0185)
D5.materias_basicos	-0.0215 (0.0158)		-0.0522 (0.034)	-0.055 (0.0241)	-0.0526 (0.0139)	-0.0453*** (0.0113)	-0.0511*** (0.0129)	-0.0493** (0.025)
D6.petróleo&gas&bio	-0.0732** (0.0295)		-0.1687*** (0.0609)	-0.2086*** (0.0609)	-0.1768*** (0.0444)	-0.1387*** (0.0362)	-0.1624*** (0.034)	-0.1296** (0.0552)
D7.saúde	0.0206 (0.0147)		0.0592* (0.0328)	0.0007* (0.0438)	0.0096* (0.018)	0.009 (0.0088)	0.0163 (0.0178)	0.0452 (0.0451)
D8.TI	0.001 (0.0085)		-0.0095 (0.0288)	0.0427 (0.0362)	0.0156 (0.0222)	-0.0234 (0.029)	-0.0843*** (0.0223)	-0.0723*** (0.0259)
R ²	0.9422	0.8359	0.8684					
R ² Ajustado	0.9421	0.8308	0.868					
F(18. 5580) / Chisq	5315.56	2906.31	38687.7					
P-Valor (F)	0.0000	0.0000	0.0000					
studentized Breusch-Pagan test	221.25	221.25	221.25					
P-valor (LM)/(DW)	0.0000	0.0000	0.0000					
Breush-Godfrey/Wolldridge test	295.38	395.81	95091					
P-valor (BP)	0.0000	0.0000	0.0000					

Notas: Erro padrão entre parênteses. Níveis de significância: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 '.' 1.

Em ambos os casos, o modelo de efeitos fixos foi o mais adequado. Isso indica que existem características intrínsecas a cada empresa que devem ser consideradas. Por esse motivo, o modelo de regressão quantílica com efeitos fixos também foi aplicado.

Discutidos os métodos de estimação, resta identificar qual o melhor modelo. A Tabela 3.5 apresenta os testes de comparação par-a-par para os modelos de dados empilhados vs efeitos fixos (Teste F), efeitos fixos vs efeitos aleatórios (Teste de Hausman) e, efeitos aleatórios vs dados empilhados (Teste LM).

Tabela 3.5 Testes de Diagnóstico do Melhor Modelo Com Dados em Paineis

Variável dependente	Teste	F	χ^2	p-value	alternative hypothesis
ln(ind_pl)	F test for individual effects	2,4114		< 2.2e-16	significant effects
	Hausman Test		113,87	< 2.2e-16	one model is inconsistent
	Lagrange Multiplier Test (Breusch-Pagan)		0,4553	0,3244	significant effects
ln(ind_vlmerc)	F test for individual effects	-10,598		< 2.2e-16	significant effects
	Hausman Test		11253	< 2.2e-16	one model is inconsistent
	Lagrange Multiplier Test (Breusch-Pagan)		32441	< 2.2e-16	significant effects

Fonte: Elaboração própria dos autores a partir dos dados da Economatica. Acesso em 27/12/2020.

4 Análise dos Resultados

Pela análise da Tabela 3.3, podemos observar que, no modelo de Efeitos Fixos (Within), aproximadamente 80% da variação no Índice de Valorização do Patrimônio Líquido pode ser explicada pela variação das variáveis independentes. Evidentemente, isso se deve ao fato de termos incorporado a variável dependente defasada no tempo, e isso se reverbera na significância estatística do parâmetro estimado para esta variável. Com exceção dessa variável, somente (i) liquidez corrente, (ii) negociabilidade, (iii) AT/PL e (iv) *dividend yield* apresentaram significância estatística. No entanto, as duas últimas apresentaram sinal contrário ao esperado ou indicado pela MSV.

Ao analisar o comportamento da variável dependente conforme o quantil da distribuição, foi possível observar que as variáveis (i) ações tesouraria, (ii) *dividend yield*, (iii) negociabilidade, (iv) AT/PL, (v) ATF/PNC e (vi) liquidez corrente apresentaram significância estatística em alguns quantis, em especial no quantil 50, que representa a regressão na mediana. Nesse ponto, é importante destacar que as variáveis representativas das práticas de recompra de ações e da política de distribuição de dividendos apresentaram sinal inverso ao esperado caso essas práticas fossem de fato eficientes para elevar o índice de valorização do Patrimônio Líquido, mesmo incorporando as empresas que mais valorizaram o índice do Patrimônio Líquido no período analisado. Entretanto, as variáveis relacionadas aos indicadores de negociabilidade, ATF/PNC e liquidez apresentaram sinal conforme o esperado, corroborando a tese da financeirização nas empresas, porém, podem também corroborar um comportamento geral e não algum comportamento corporativo histórico particular.

A Tabela 3.5 apresenta o resultado das estimações quando a variável dependente é o índice de valorização do valor de mercado da empresa. De modo geral, pelo modelo de efeitos fixos, cerca de 83% da variação da variável dependente pode ser explicada pelo conjunto de indicadores elencados. As variáveis (i) *dividend yield*, (ii) ATF/PNC, (iii) negociabilidade e (iv) liquidez corrente apresentaram significância estatística tanto no modelo convencional de efeitos fixos quanto em sua versão quantílica, contudo, somente as duas últimas apresentaram sinal conforme o esperado ou indicado pela MSV.

Conforme os autores discutidos na seção 2.1 que tratam da financeirização das empresas, caso este comportamento corporativo fosse de fato relevante para explicar a evolução do valor da empresa, os indicadores (i) recompra de ações e (ii) percentual de ações em tesouraria deveriam apresentar sinal positivo e estatisticamente significativo no modelo de efeitos fixos convencional e o valor do parâmetro estimado deveria ser positivo e crescente, além de significativo, ao longo dos quantis do modelo com regressão quantílica. No entanto, os resultados empíricos obtidos indicam que, mesmo considerando duas métricas para o valor a ser maximizado pela estratégia MSV, a prática de recompra de ações não se mostrou significativa para explicar a evolução do valor da empresa. Na verdade, quando relacionada a evolução do valor do patrimônio líquido, essa prática esteve negativamente correlacionada com a variável dependente nos quantis 25 e 50.

Em relação ao retorno do acionista com o recebimento de dividendos e juros sobre o capital próprio, mensurada pelo indicador variável *dividend yield*, os resultados dos modelos empíricos mostraram relação inversa e estatisticamente significativa com as métricas de evolução do valor da empresa. Os resultados indicam que, durante o período analisado, as empresas da amostra que

priorizaram o pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio, na média, se desvalorizaram, como mostra o modelo de efeitos fixos. Além disso, as empresas que priorizaram a distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio evoluíram em ritmo mais lento do que aquelas que não priorizaram tal prática, como pode ser observado pelo modelo de regressão quantílica. Novamente, esse resultado é contrário a MSV, pois ao priorizar o retorno do acionista por meio de maior distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio, elevaria o valor da empresa.

O multiplicador do patrimônio líquido, AT/PL, também apresentou sinal oposto ao esperado caso a estratégia MSV fosse eficiente para elevar o índice de valor do patrimônio líquido. Os resultados indicam que, na média, o multiplicador do patrimônio líquido esteve negativamente correlacionado com a evolução do Patrimônio Líquido. Porém, ao observar os quantis estimados no modelo de avaliação relativa, é possível observar que o valor dos parâmetros é crescente: o multiplicador do patrimônio líquido esteve correlacionado de modo crescente com as empresas que apresentaram maior evolução do patrimônio líquido. Deste modo, o multiplicador vai ao encontro da MSV e foi relevante para elevar o valor da empresa. Contudo, o multiplicador não apresentou significância quando relacionado ao índice de valorização do valor de mercado, o que colocar em dúvida sua importância para MSV.

As variáveis negociabilidade e liquidez corrente, que captam a capacidade de negociação com os papéis da empresa e o nível ótimo de caixa, respectivamente, apresentaram sinal conforme o esperado pela teoria MSV. Em relação a negociabilidade, as empresas da amostra com maior nível de transações de seus papéis em bolsa, na média, se valorizaram no período analisado. No entanto, no quantil 70 e 90 de ambos os modelos, é possível observar que a variável perde significância. No que diz respeito a liquidez corrente, os resultados indicam que a amostra de empresas analisadas, tanto na média quanto na decomposição relativa, manteve estratégia ótima de gerenciamento de caixa, como pode ser observado pelo sinal positivo e negativo para o termo linear e quadrático da variável, respectivamente.

As variáveis endividamento de longo prazo e percentual do lucro líquido distribuído aos acionistas (*payout*) não se mostraram estatisticamente significativas para explicar a maximização do valor da empresa em nenhum dos casos. Isto significa que as políticas de maior endividamento e distribuição de lucros aos acionistas não foram relevantes para explicar a evolução do índice de valor de mercado da empresa, contrariando o argumento da MSV de que uma agressiva de distribuição de lucros e endividamento tende a elevar o valor da empresa, mesmo que de “forma fictícia”, como pode ser observado na Tabela 3.4, que considerou o índice de valor de mercado da empresa como variável dependente.

5 Considerações Finais

O objetivo deste estudo foi avaliar empiricamente se as práticas atribuídas a estratégia MSV foram relevantes para maximizar o retorno do acionista no mercado acionário brasileiro. Como métricas para o valor a ser maximizado, foram utilizados o valor do patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa.

Os resultados empíricos obtidos não confirmam de forma inequívoca que a denominada estratégia MSV têm sido eficientes para maximizar o valor da empresa. Duas das variáveis mais representativas das práticas e as mais criticadas (agressiva política de recompra de ações e de distribuição de dividendos) não se mostraram estatisticamente significativas e, quando o foram, o sinal do parâmetro estimado era inverso ao esperado. Contudo, cabe ressaltar que as variáveis negociabilidade e liquidez corrente se comportaram conforme o esperado, logo, as empresas com maior índice de negociação em bolsa e administração de caixa ótimo apresentaram correlação positiva com a valorização da amostra de empresas. Além disso, o indicador representativo da alavancagem, o multiplicador do patrimônio líquido, apresentou sinal negativo nos modelos de painel clássicos. Porém, ao ser avaliado nos quantis estimados pela regressão quantílica, o valor do parâmetro foi crescente, corroborando com a estratégia MSV.

Em relação a variável representativa da recompra de ações, é importante ressaltar que a legislação brasileira impede a manutenção de mais de 5% das ações emitidas na tesouraria da empresa,

além disso, as ações em tesouraria não são remuneradas. Nesse sentido, é possível que a irrelevância dessa prática sobre a valorização da empresa no contexto do mercado acionário brasileiro seja devido aos arranjos institucionais específicos do mercado nacional.

Vale ressaltar que, por se tratar de um fenômeno complexo e multifacetado, os modelos estimados com o intuito de captar a significância das práticas da estratégia MSV podem ser considerados simples e ainda exploratórios. Porém, os resultados obtidos forneceram informações sobre a MSV, especialmente quando se leva em consideração que não se dispõe de tantos estudos sobre o tema com aplicação empírica.

Para finalizar, é certo que a economia brasileira passou por fortes turbulências macroeconômicas, por exemplo, as mudanças bruscas nas políticas monetária e fiscal em 2015, as oscilações na taxa de câmbio, nos preços administrados, o financiamento público às grandes empresas e o crescimento do mercado interno. As notáveis diferenças conjunturais e estruturais entre o Brasil e os casos dos EUA e da Europa, para onde a tese da financeirização foi anunciada, requererem um olhar mais cauteloso para o modo como a MSV pode se expressar no contexto nacional. Talvez sejam necessários outros indicadores da MSV em países subdesenvolvidos e financeirizados. Portanto, consideramos este estudo sobre o comportamento das corporações no caso brasileiro ainda exploratório.

Financialization and Business Behavior

- An Exploratory Study for Brazil (2011-2019) -

Abstract:

Financialization has been a topic frequently addressed in the economic literature. Several studies discuss how the financial strategy changes the business and macroeconomic performances. Based on this literature, the objective of this study is to evaluate whether the practices attributed to a financialized company were effective in raising the value of the firm. The study selected a sample of companies listed on B3 (Brazilian Stock Exchange). The results do not confirm unequivocally that the practices were adopted by the financialization strategy or were efficient in maximizing shareholder value. In fact, two of the most important strategies of the financialization (buyback and dividend distribution) were not statistically significant.

Keywords: Financialization; corporate governance, maximizing shareholder value.

Referências bibliográficas

- BACHE, S. H; DAHL, C.M; KRISTENSEN, J. T. Determinants of Birthweight Outcomes: quantile regressions based on panel data. **Creates Research Paper**, v. 20, 2008.
- BARROS, Lucas; CASTRO, F. Henrique; SILVEIRA, Alexandre da; BERGMANN, Daniel. Endogeneity in panel data regressions: methodological guidance for corporate finance researchers. **Review of Business Management**, [S.L.], v. 22, n., p. 437-461, 15 maio 2020. FECAP Fundacao Escola de Comercio Alvares. <http://dx.doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4059>.
- BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S.L.], v. 18, n. 43, p. 9-19, abr. 2007. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/s1519-70772007000100002>.
- CHANDLER JUNIOR, Alfred D. **Scale and Scope**: the dynamics of industrial capitalism, alfred d. chandler, jr. 1990. harvard university press, cambridge, ma. 800 pages. isbn. **Bulletin of Science, Technology & Society**, [S.L.], v. 11, n. 1, p. 37-37, fev. 1991. SAGE Publications. <http://dx.doi.org/10.1177/027046769101100121>.
- CHESNAIS, François. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.
- CHESNAIS, François. **A mundialização financeira**: gênese, custos e riscos. São Paulo, Xamã, 1998.
- CHESNAIS, François. **O capital portador de juros**: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. A finança mundializada. São Paulo: Boitempo, 2005.
- CASTELO BRANCO, IRACEMA KEILA. FINANCEIRIZAÇÃO E ACUMULAÇÃO DE CAPITAL NO BRASIL: 1995-2007. Orientador: Adalmir Antônio Marquetti. 2010. 90 p. Dissertação (Mestrado em Economia do Desenvolvimento) - **Programa de Pós-Graduação em Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul**, Porto Alegre, 2010.
- DANG, Viet Anh; KIM, Minjoo; SHIN, Yongcheol. In search of robust methods for dynamic panel data models in empirical corporate finance. **Journal Of Banking & Finance**, [S.L.], v. 53, p. 84-98, abr. 2015. Elsevier BV. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.009>.
- DUBOFF, Richard B.. Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism by Alfred D. Chandler, Jr. **Challenge**, [S.L.], v. 33, n. 6, p. 61-64, nov. 1990. Informa UK Limited. <http://dx.doi.org/10.1080/05775132.1990.11471476>.
- FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; ALVES, Denis Lima e. Determinant Factors of Dividend Payments in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S.L.], v. 26, n. 68, p. 167-180, 10 jul. 2015. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201512260>.
- GREENE, William H. **Econometric Analysis**. 7. ed. New York: Pearson, 2012.
- GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Basic econometrics**. 5. ed. Boston: McGraw-Hill, 2009. 894 p.
- LAPYDA, Ilan. Chesnais, François. Finance Capital Today: corporations and banks in the lasting global slump. **Tempo Social**, [S.L.], v. 30, n. 2, p. 331-342, 28 jul. 2018. Universidade de Sao Paulo, Agencia USP de Gestao da Informacao Academica (AGUIA). <http://dx.doi.org/10.11606/0103-2070.ts.2018.137236>.
- KOENKER, Roger. Quantile regression for longitudinal data. **Journal of Multivariate Analysis**. n. 91, p. 74-89, 2004.
- LAZONICK, William. Profits Without Prosperity: how stock buybacks manipulate the market, and leave most americans worse off. In: CONFERENCE OF THE INSTITUTE FOR NEW ECONOMIC THINKING, 0., 2014, Toronto. **Institute for New Economic Thinking**. Toronto: Institute For New Economic Thinking, 2014. p. 1-18.
- LAZONICK, William. Stock buybacks: From retain-and-reinvest to downsize-and-distribute. **Center for**

Effective Public Management at Brookings, [s. l.], p. 1-22, 2015.

LAZONICK, William. The Financialization of the U.S. Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained. **Seattle University Law Review**, Seattle, v. 36, p. 857-909, 2013.

LAZONICK, William; PETRIN, Tea. Innovative Enterprise and Sustainable, Inclusive Growth: a policy agenda. **ISIGrowth Policy Report**, Ljubljana, v. 100, n. 000, p. 1-35, abr. 2018.

LAZONICK, William; O'SULLIVAN, Mary. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. **Economy And Society**, [S.L.], v. 29, n. 1, p. 13-35, jan. 2000. Informa UK Limited. <http://dx.doi.org/10.1080/030851400360541>.

LONCAN, Tiago Rodrigues; CALDEIRA, João Frois. Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S.L.], v. 25, n. 64, p. 46-59, abr. 2014. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/s1519-70772014000100005>.

MAENPAA, Miia. The Importance of Shareholder Value in Decision-Making. **Business Economics**, p. 1-63, jan. 2016.

MARIONI, Larissa da Silva; VALE, Vinicius de Almeida; PEROBELLI, Fernando Salgueiro; FREGUGLIA, Ricardo da Silva. Uma Aplicação de Regressão Quantílica para Dados em Pannel do PIB e do Pronaf. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, [S.L.], v. 54, n. 2, p. 221-242, jun. 2016. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/1234.56781806-947900540202>.

MARTIN, Roderick; CASSON, Peter D.; NISAR, Tahir M. **Investor Engagement: Investors and Management Practice under Shareholder Value**. Oxford University, Oxford, set. 2007. Oxford University Press. <http://dx.doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199202607.001.0001>.

PRADO, Eleutério F. S. Exame crítico da teoria da financeirização. **Crítica Marxista: Artigos**, São Paulo, v. 39, n. 39, p. 13-14, set. 2014.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Brandford D.; LAMB, Roberto. **Fundamentals of Corporate Finance Standard Edition**, 9. ed. New York: McFraw-Hill, 2013. 806 p.

SANT'ANNA, Dimitri Pinheiro de; LOUZADA, Luiz Claudio; QUEIROZ, Edson; FERREIRA, Bruno Perez. VALOR DE MERCADO E VALOR CONTÁBIL E SUA RELAÇÃO COM OS RESULTADOS ANORMAIS NO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [S.L.], v. 9, n. 23, p. 3-14, 21 abr. 2015. Universidade de Sao Paulo, Agencia USP de Gestao da Informacao Academica (AGUIA). <http://dx.doi.org/10.11606/rco.v9i23.61873>.

SARTI, Fernando; HIRATUKA, Célio. Maximização do valor do acionista (MVA) e os impactos nas estratégias das grandes corporações não-financeiras: o caso do vale. In: **ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA INDUSTRIAL E INOVAÇÃO**, 4., 2019, Campinas, 2019. p. 1-19.

STAROVIC, Danka; COOPER, Stuart; DAVIS, Matt. **Maximizing shareholder value: achieving clarity in decision making**. London: CIMA, 2004.

STEWART, G. Bennett. HOW TO FIX ACCOUNTING-MEASURE AND REPORT ECONOMIC PROFIT. **Journal Of Applied Corporate Finance**, [S.L.], v. 15, n. 3, p. 63-82, mar. 2003. Wiley. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.2003.tb00461.x>.

TULUM, Öner; LAZONICK, William. Financialized Corporations in a National Innovation System: the u.s. pharmaceutical industry. **International Journal Of Political Economy**, [S.L.], v. 47, n. 3-4, p. 281-316, 2 out. 2018. Informa UK Limited. <http://dx.doi.org/10.1080/08911916.2018.1549842>.