

**ENEI**

Encontro Nacional de Economia Industrial e Inovação

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

10 a 14 de maio de 2021

Estratégia corporativa de maximização do valor para o acionista no setor de Petróleo e Gás: uma análise comparativa a partir de fatos estilizados nos anos 2010

João Victor Machado (Doutorando IE/UNICAMP);

Fernando Sarti (Prof. Dr. IE/UNICAMP)

resumo:

O objetivo principal da tese é examinar se, e de que modo, a maximização do valor para o acionista tem marcado a estratégia e a dinâmica do setor petrolífero ao nível da firma. A hipótese principal a ser testada é de que a diferença entre a capacidade de acumulação e a necessidade de investimento da empresa está sendo redirecionada para o pagamento de dividendos e a recompra de ações. Para isso, a pesquisa busca examinar o setor de Óleo e Gás em comparação com a Indústria Mundial e o setor de Tecnologias da Informação e Comunicação. A metodologia foi baseada na construção de indicadores econômico-financeiros com foco em fluxo de caixa, rentabilidade e dividendos, receita financeira, valor de mercado, dívida, recompra de ações e fusões e aquisições. Os dados analisados levantaram evidências no sentido da MVA, pois, mesmo com a deterioração dos resultados operacionais no período, preservou-se a remuneração ao acionista. Por outro lado, os esforços inovativos estão desacelerando e as empresas estão perdendo espaço no mercado financeiro.

palavras-chave:

Maximização do Valor par ao Acionista; Setor Petrolífero; Economia de empresas.

Código JEL: G35; Q35; M21.

Área Temática: Estratégias empresariais.

1. Introdução

A maximização do valor para o acionista (MVA) indica determinadas mudanças na reorientação estratégica do modelo de gestão adotado por empresas não financeiras. Mais especificamente, parte do princípio de que as atividades devem ser maximizadas com o intuito de garantir a liberação do fluxo de caixa para o acionista, com a finalidade de obter a chancela do mercado financeiro na valorização acionária. Essa orientação assumiu um caráter definitivo a partir do momento em que investidores institucionais passaram a ser uma parte integrante no financiamento dessas instituições.

Neste contexto, justifica-se a busca pelo entendimento preciso acerca da evolução do setor de Óleo e Gás (O&G) junto às transformações da economia capitalista contemporânea. Sob esta perspectiva, o objetivo principal da tese é examinar se, e de que modo, a maximização do valor para o acionista tem marcado a estratégia e a dinâmica do setor petrolífero.

A hipótese principal a ser testada foi construída através do entendimento sobre a caracterização do setor na sua morfologia contemporânea. Entende-se, por um lado, que o setor de O&G atingiu sua fase madura, com repercussões sobre a composição do fluxo de caixa das empresas e atenuação da taxa de crescimento dos gastos em capital. Por outro lado, trata-se de empresas com ampla envergadura financeira e capacidade de gerar caixa. Dessa forma, surge o prognóstico de que, a diferença entre a redução dos gastos em capital e a manutenção da capacidade de geração de caixa está sendo redirecionada para o pagamento de dividendos e a recompra de ações. Ademais, acrescenta-se que o petróleo, desde sua origem em Oil Regions, a todo momento foi alvo da especulação financeira, o que se refletiu na participação de investidores institucionais e agentes financeiros no controle proprietário dessas grandes corporações. Portanto, o aspecto lógico dessa estratégia é maximizar os ganhos para o acionista e preservar a posição das empresas no mercado financeiro.

Para testar a hipótese, a pesquisa busca examinar o setor de Óleo e Gás em comparação com a Indústria Mundial (IM) e o setor de Tecnologias da Informação e Comunicação (TIC). A análise comparativa com a IM busca elucidar a trajetória estabelecida por uma base ampla de empresas não financeiras da manufatura. Já a comparação com o setor de TICs foi projetada para contrapor um setor maduro e por hipótese perto da sua fase poente (O&G), e um setor dinâmico tecnologicamente e em evolução (TICs). Ademais, enquanto o setor de O&G é intensivo em CAPEX e menos expressivo proporcionalmente em gastos em P&D, o setor de TICs, por outro lado, é intensivo em tecnologia e menos expressivo em CAPEX. Dessa forma, elaborar-se-á contrastes com uma média de empresas não financeiras e com um setor antagônico.

A metodologia foi baseada na construção de indicadores econômico-financeiros que pudessem avaliar o desempenho corporativo na década de 2010. Os dados percorrem sete segmentos: fluxo de caixa, rentabilidade e o pagamento de dividendos, receita e despesa financeira, valor de mercado, dívida, investimentos em capital e em inovação, recompra de ações e fusões e aquisições. A base de dados se concentrou nas plataformas da Orbis e da Zephyr, editadas pela Bureau Van Dijk.

A pesquisa será dividida em mais quatro seções além da introdução. Na seção dois foi desenvolvida o referencial teórico. Na seção três está a metodologia. Na seção quatro está a análise dos resultados. Esta seção foi subdividida em sete componentes: 4.1 composição das saídas do fluxo de caixa; 4.2 rentabilidade e o pagamento de dividendos; 4.3 receita e despesa financeira; 4.4 valor de mercado das empresas; 4.5 dívida e alavancagem; 4.6 investimentos e gastos com pesquisa e desenvolvimento; e 4.7 recompra de ações e fusões e aquisições. Na seção cinco estão as considerações finais seguido pelas referências. A novidade desse estudo, além de tratar de um setor de importância eminente na organização capitalista, será mapear a MVA no campo petrolífero além do eixo dos preços, abordagem mais desenvolvida na literatura sobre o tema.

2. Maximização do Valor para o acionista como paradigma contemporâneo sobre a gestão corporativa

A gestão da corporação reflete o contexto histórico em que as empresas estão inseridas. No entanto, a gestão como diretriz sistemática assumiu características próprias conforme a separação entre propriedade e controle, no que foi erigido sob o prisma normativo da governança corporativa. Esse fenômeno se relaciona com a qualidade da gestão das firmas por gerentes não proprietários do capital. O objeto desta gestão é a firma, na qualidade do agente que contrata, produz e remunera os envolvidos na organização na busca por crescimento (KERSTENETZKY, 2007; PENROSE, 2009).

O valor para o acionista, a priori, foi desenvolvido como uma teoria do desempenho corporativo, que prioriza o acionista em relação a outras células da empresa. O argumento nesse sentido foi desenvolvido nos Estados Unidos nos anos 1980, primeiramente em empresas com grande capacidade de acumulação. A alocação dos resultados e receitas, até então, acompanhavam o princípio de “reter e reinvestir”, isto é, reter os resultados e reinvestir em capital físico e humano visando o crescimento da empresa. Entretanto, nos anos 1960 e 1970 esse princípio encontrou problemas, como o excessivo crescimento das empresas e a alocação eficiente dos recursos reinvestidos, e a entrada de novos competidores internacionais, especialmente o Japão¹ (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; VAN DER ZWAN, 2014).

Para que as corporações industriais dos Estados Unidos pudessem lidar com os problemas gerenciais e a competição internacional, um grupo de economistas elaborou a abordagem da teoria da agência (agente e principal). A tônica principal dessa abordagem era de que, a partir da separação entre controle e propriedade, não possuindo os gerentes (agentes) as mesmas motivações que os acionistas (principal), os recursos não seriam alocados de forma eficiente. O elemento central desta abordagem é alinhar os interesses dos stakeholders de forma a solucionar problemas de performance na separação entre propriedade e controle. Para isso, figuraram vários mecanismos de mercado, imbuídos na concepção do downsizing (fechamento de postos de trabalho e venda de plantas) (KERSTENETZKY, 2007; LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

Na perspectiva da agência, o período dos conglomerados entre 1960 e 1970, nos Estados Unidos, é usado como evidência histórica de que os recursos eram desperdiçados em diversificações com má alocação de recursos. Por outro lado, a recuperação do destaque das empresas norte-americanas em 1990 é utilizada como evidência positiva das reformas internas às empresas, em linha com a orientação da maximização do valor para o acionista. Em defesa da superioridade do livre mercado no controle corporativo, a performance das empresas passou a ser guiada pelo retorno das ações (KERSTENETZKY, 2007; LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

A estratégia financeira da MVA tornou-se amplamente popular nos anos 1990, e esteve associada ao Capital Asset Pricing Model (CAPM). O CAPM foi desenvolvido nas escolas de negócio nos anos 1960 no contexto do gerenciamento de portfólios, onde o risco é calculado a partir do desvio padrão da carteira. A partir desse ferramental matemático, vários gestores tornaram-se influentes no direcionamento das empresas. Esse ferramental penetrou na indústria porque conseguiu estabelecer, ao mesmo tempo, uma base acadêmica para estimar o retorno sobre o capital, e qual deveria ser a remuneração do acionista, além de fornecer uma base quantitativa para o custo do capital e para taxa de desconto dos projetos de investimento, ambos parâmetros importantes para determinar a viabilidade dos projetos (STEVENS, 2016).

A mudança do padrão “reter e reinvestir” para “diminuir e distribuir” foi potencializada a partir do momento em que os principais gerentes do topo se integraram, ao mesmo tempo, com os diretores que os empregavam e os agentes que os financiavam. Tornando, inclusive, ações como forma de remuneração desses agentes operacionais. Essa orientação assumiu um caráter definitivo a partir do momento em que investidores institucionais², como fundos mútuos, fundos de pensão,

¹ A Competição dos japoneses foi maciça, sobretudo, na indústria automobilística, eletrônicos e outros segmentos duráveis, desafiando a liderança norte-americana nessas indústrias (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

² “Os investidores institucionais e, em particular, os fundos de investimento de vários tipos, constituem-se como atores estratégicos do capitalismo financeirizado. Em razão das elevadas e crescentes massas de riqueza financeira que administram, bem como do acesso privilegiado ao crédito, tornam-se o *locus* por excelência do processo de

companhias de seguros entre outros, passaram a ser uma parte integrante no financiamento dessas instituições. Adiante, alterou-se a hierarquia de decisões, atribuindo uma posição de destaque ao acionista. Essa entrada foi viabilizada, a partir dos anos 1970, pela desregulamentação do setor financeiro norte-americano. Nos anos 1980, esses agentes já detinham uma posição central no mercado financeiro, colocando em prática aquisições hostis, e influenciando, caso fosse preciso para obter ganhos patrimoniais, a dispensa da mão de obra e a venda de ativos (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000; STEVENS, 2016).

Em uma primeira fase, esses investidores adquiriram empresas de pequeno porte de proprietários-gerentes e subsidiárias de empresas maiores. Em uma segunda fase, iniciada nos anos 1980, protagonizaram a consecução de megafusões e aquisições hostis, com efeitos que se estenderam sobre o mercado produtivo, potencializando a dimensão financeira (KERSTENETZKY, 2007).

A reorientação estratégica das corporações sob a MVA tem como princípio norteador criar valor para o acionista. Esses são os agentes com poder de monitorar os gerentes, para assegurar que o capital empregado esteja sendo alocado de forma eficiente (JESUS JÚNIOR; SARTI; FERREIRA JÚNIOR, 2016). A remuneração ocorre, diretamente, através do pagamento de dividendos, ou, indiretamente, através da recompra de ações, ambos imputam perspectivas de valorização patrimonial. Esse movimento assume um caráter cíclico, distribuição de dividendos leva ao aumento de preços no mercado acionário, que permite maior capacidade de endividamento e gasto por parte das empresas. A mudança na política de dividendos remete sinais, de certa forma autônomos ao desempenho operacional, que serão reconhecidos e refletidos no mercado acionário (CARNEIRO, 2010).

A estrutura organizacional para viabilizar esse processo está orientada no curto prazo, para que os acionistas possam participar das decisões estratégicas das companhias. Esse fenômeno acompanha, concomitantemente, a reprodução de fusões e aquisições "hostis", a especialização nas "core business", e a concentração em grandes escalas, de riqueza nas mãos dos diretores de grandes empresas. A abordagem que coloca o problema de agência no centro da análise reproduz o procedimento ortodoxo de utilizar a racionalidade maximizadora, onde as empresas buscam a eficiência e são avaliadas pelo mercado (KERSTENETZKY, 2007; LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000).

Na indústria do petróleo, a maximização do valor para o acionista foi o componente predominante do modelo de negócio que foi adotado pelas empresas após os anos 1990. A MVA indica que o retorno obtido a partir dos recursos petrolíferos devem ser maximizados por meio do gerenciamento das atividades de produção, exploração e desenvolvimento para garantir a liberação do fluxo de caixa para o acionista. Para manter um fluxo produtivo que possa manter a geração de caixa no médio e longo prazo, é preciso, ao mesmo tempo, sustentar o nível de reservas provadas e minimizar os custos de produção, outros dois elementos cruciais do modelo de negócio adotado. Por fim, cabe ressaltar que a geração e distribuição dos resultados passa, em última instância, pelo crivo do mercado financeiro, a partir do valor acionário das empresas (PIROG, 2007; STEVENS, 2016).

3. Metodologia

3.1 Base de dados

A análise e tratamento dos dados usa como fonte principal a plataforma da Orbis e da Zephyr, editadas pela Bureau Van Dijk. Os dados estão disponíveis entre os anos de 2010 a 2019 para todas as séries. A base incorpora balanços patrimoniais, demonstrações de resultado, demonstrações de fluxo de caixa e de investimento, relatórios financeiros, índices e indicadores do mercado financeiro.

A análise de relatórios contábeis busca fornecer informações sobre o desempenho e os

resultados de uma empresa. Por essência, a análise de balanços é fundamentalmente comparativa, devendo ser temporal, ao longo do tempo, e interempresarial, comparada com outros setores e mercados (ASSAF NETO, 2020). A partir do levantamento dos relatórios contábeis serão construídos indicadores, baseados no trabalho de Krippner (2005), para construir e analisar as evidências no campo proposto.

A análise será pautada na comparação entre o setor de Óleo e Gás (O&G), a Indústria Mundial (IM) e o setor de Tecnologia da Informação e Comunicação (TIC). A análise comparativa com a IM busca elucidar a trajetória estabelecida por uma base ampla de empresas não financeiras da manufatura. Já a comparação com o setor de TICs foi projetada para contrapor um setor maduro e por hipótese perto da fase poente e um setor dinâmico e em evolução (TICs). Ademais, enquanto o setor de O&G é intensivo em CAPEX e menos expressivo proporcionalmente em gastos em P&D, o setor de TICs, por outro lado, é intensivo em tecnologia e menos expressivo em CAPEX. Dessa forma, elaborar-se-á contratos com uma média de empresas não financeiras e com um setor antagônico.

A pesquisa centra sua análise no grande capital, e para isso, foram utilizados filtros que pudessem compreender as Grandes Companhias Não Financeiras (CGNF) que atuam na indústria mundial. Os filtros aplicados na amostra selecionaram corporações não financeiras ativas e listadas em bolsa de valores. Para amparar o estudo comparativo, a amostra integral foi estratificada em três grupos respectivamente: (i) Indústria Mundial: foram selecionadas as 1000 maiores empresas não financeiras em relação as receitas de 2018. Nessa categoria englobam-se todas as atividades de manufatura, desde produtos duráveis e não duráveis, até insumos e bens de capital (ii) setor de Óleo e Gás: conta com as 50 maiores empresas em relação as receitas de 2018. O setor incorpora as atividades de exploração, suporte, refino e distribuição de O&G; (iii) setor de Tecnologias da Informação e Comunicação: incorpora as 50 maiores empresas do setor em relação vendas de 2018. Destaca-se nessa categoria: empresas de publicidade, audiovisual, programação, desenvolvimento de dados, telecomunicações e serviços de informação.

O tamanho da amostra levou em consideração, além da compatibilização entre as séries fornecidas pela base, que as empresas selecionadas respondessem por, pelo menos, 60% de toda a receita em vendas ou do EBITDA gerado nas respectivas amostras completas em 2018. Nessa direção, as 1000 maiores empresas da IM selecionadas representaram em 2018, 74% da receita total em vendas e 77% do EBITDA gerado pela amostra completa no setor (28.269 empresas). As 50 maiores empresas do setor de O&G representaram 73% da receita de vendas e 65% do EBITDA gerado pela amostra completa do setor (1880 empresas). Por fim, no setor de TICs, as 50 maiores empresas representaram 58% da receita em vendas e 65% do EBITDA gerado pela amostra completa no setor (6.045 empresas).

Essas divisões foram amparadas pela versão atualizada da Classificação Estatística das Atividades Econômicas da União Europeia (European Classification of Economic Activities - NACE rev. 2)³. Com isso, utilizou-se uma base integrada e comparável a nível mundial, que permite desagregar os setores e caracterizar as linhas de atuação das empresas selecionadas (EUROSTAT, 2008).

3.2 Indicadores selecionados

A análise dos fatos estilizados se baseou na construção de indicadores para avaliar: i) composição do fluxo de caixa, ii) receita, a distribuição entre lucros e dividendos; iii) receita e despesa financeira; iv) valor e mercado; v) os níveis de dívida e alavancagem; vi) os gastos em capital e pesquisa e desenvolvimento; vii) os movimentos de recompra de ações e viii) fusões e aquisições. Os indicadores foram organizados no quadro 1.

Quadro 1: Indicadores organizados

³ Indústria Mundial - Código NACE: 10-33. Setor de O&G - Códigos NACE: 0610,0620, 0910,1920,4671,3521, 3522, 3523. Setor TICs - Códigos NACE: 58-63 (EUROSTAT, 2008).

i) Composição do uso de caixa (ORBIS)

- Participação das saídas do Fluxo de Caixa entre: dividendos; gasto de capital; pesquisa e desenvolvimento; fusões e aquisições e recompra de ações;
- Comparação entre as saídas do fluxo de caixa e o fluxo de caixa operacional (lucro do período + depreciação)

ii) Receita, rentabilidade e dividendos (ORBIS)

- Rentabilidade sobre o patrimônio líquido = $(\text{Lucro líquido} / \text{patrimônio líquido}) \times 100$;
- payout = $(\text{dividendos} / \text{lucro líquido}) \times 100$;
- *Dividendos por ação = $(\text{Dividendos} / \text{ações em circulação}) \times 100$;
- *Ganhos por ação = $(\text{Lucro líquido} / \text{ações em circulação}) \times 100$;

iii) Receita e despesa financeira (ORBIS)

- Participação dos resultados financeiros no resultado operacional = receita Financeira/EBIT;

iv) Valor e Mercado (ORBIS)

- Capitalização** = Ações em circulação x preço da ação;
- Valor da empresa** = capitalização de mercado + dívidas de longo prazo e empréstimos - caixa e equivalente de caixa;
- Capitalização de mercado sobre total de ativos = capitalização/total de ativos;

v) Dívida e alavancagem (ORBIS)

- Dívida líquida em relação ao EBTIDA = $(\text{dívida líquida} / \text{EBTIDA}) \times 100$;

vi) Investimento e gastos em P&D (ORBIS)

- Capex em relação ao fluxo de caixa = CAPEX/fluxo de caixa operacional;
- Intensidade tecnológica = gasto em P&D/receita com vendas

vii) Recompra de ações (ZEPHYR)

- Número e valor médio dos contratos de recompra de ações em contratos que foram completos e confirmados. A data utilizada foi a de finalização do acordo.
 - Contratos acima de US\$26 milhões (20 mi libras esterlinas)

viii) Fusões e aquisições (ZEPHYR)

- Número e valor dos contratos de recompra de ações que foram completos e confirmados. A data utilizada foi a de finalização do acordo;
 - Fusões e aquisições líquidas = (receita como vendedor em F&A) – (despesa como comprador em F&A)
-

Fonte: elaborado pelo autor.

*Índices fornecidos pela base - foram ponderados pela receita de 2018 para controlar os resultados pelo tamanho da empresa. **Média simples

A partir dos indicadores selecionados e de uma análise comparativa entre os setores, será possível avaliar o desempenho corporativo em várias dimensões, como a distribuição do fluxo de caixa, a distribuição dos gastos e resultados operacionais. O conjunto das análises permitirá testar a hipótese na origem do direcionamento estratégico das empresas.

4. Análise dos dados: fatos estilizados

Nesta seção busca-se construir e analisar indicadores do desempenho corporativo. Do ponto de

vista metodológico, será desenvolvido uma análise comparativa entre a Indústria Mundial, o setor de Óleo e Gás e o setor de Tecnologias da Informação e Comunicação, em várias dimensões da gestão corporativa.

4. 1 Composição das saídas do fluxo de caixa

A composição do fluxo de caixa pode assumir morfologias distintas conforme o segmento de atuação das empresas. Para analisar as saídas foi criado um gráfico com a composição para 100% entre o pagamento de dividendos, os gastos em capital (CAPEX), gastos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), valores aplicados a Fusões e Aquisições (F&A) e os valores direcionados para a recompra de ações (RA). Destaca-se que uma estratégia com base na MVA teria a intensificação do retorno para o acionista via dividendos e recompra de ações, em ambos os casos com o objetivo de aumentar o valor acionário da empresa, tornado o portfólio atraente para novos investidores.

Esperava-se que o setor de O&G concentre a maior parte dos seus recursos financeiros em gastos com capital (CAPEX), pois trata-se de um setor intensivo em capital. No caso do setor de TICs, espera-se que uma parcela significativa dos seus recursos em despesas com pesquisa e desenvolvimento, pois são empresas que atuam em um setor com uma dinâmica inovativa mais intensa. Já no caso da IM, a priori, espera-se uma distribuição mais homogênea entre os componentes de gastos. Entretanto, a literatura indica mudanças estruturais nesses componentes, com destaque aos parâmetros da MVA. Cabe a pesquisa analisar se, no caso do setor de Ó&G, esse fenômeno é mais ou menos intenso do que na IM e em um setor mais inovativo (TIC).

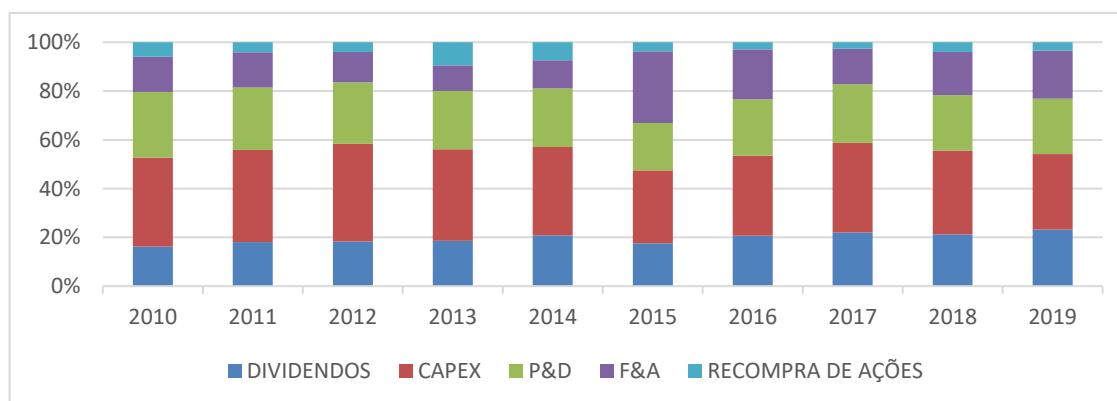


Gráfico 1: Indústria - uso do fluxo de caixa das 1000 maiores empresas – valor total, 2010-2019

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da (ORBIS, 2020).

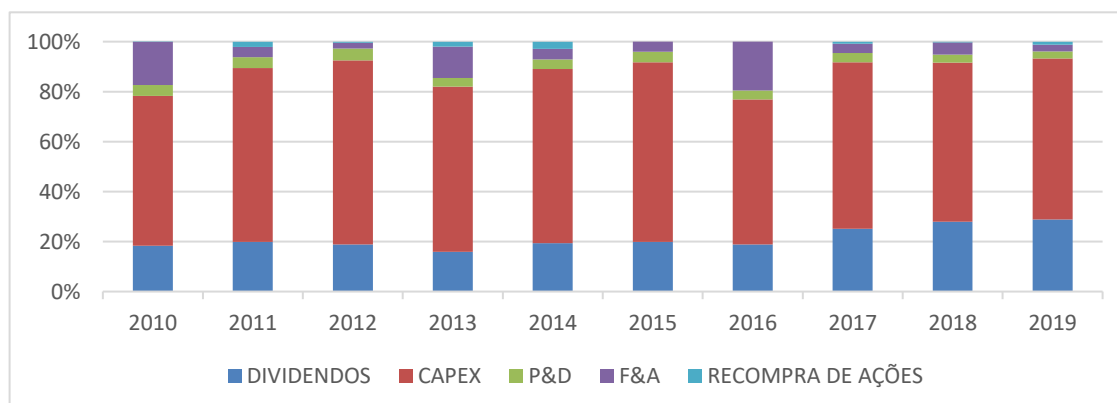


Gráfico 2: Setor de Óleo e Gás - uso do fluxo de caixa das 50 maiores empresas – valor total, 2010-2019

total, 2010-2019

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da (ORBIS, 2020).

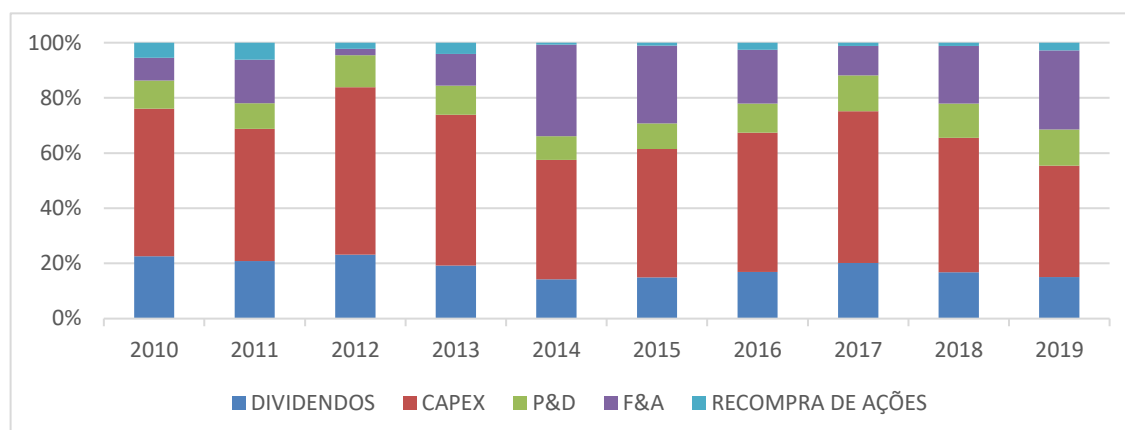


Gráfico 3: Setor de Tecnologias da Informação e Comunicação - composição do fluxo de caixa das 50 maiores empresas – valor total, 2010-2019

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da (ORBIS, 2020).

O uso do fluxo de caixa (FC) na amostra para a IM indica uma intensificação do pagamento de dividendos que passa de 16% do fluxo de caixa em 2010 para 21% em 2014 e 23% em 2019. Entretanto, essa tendência não ocorre para a recompra de ações, que inicia em 5% do FC em 2010, atinge 10% em 2013, porém, passa a cair até 3% em 2019. Ao contrário das F&A que variaram entre 14% do FC no início da série, chegando a 29% em 2015 e 20% em 2019. Os Gastos em CAPEX variaram em torno de 35% do FC. Já os gastos em P&D apresentaram uma tendência declinante, saindo de 27% em 2010, 20% em 2015, até 23% no final da série.

O setor de Ó&G apresentou uma parcela significativa dos gastos em capital, como esperado. O CAPEX representou mais de 60% do fluxo de caixa no período, indicando que o setor ainda gasta a maior parte dos seus recursos com investimentos em máquinas e equipamentos. A estratégia de valorização dos dividendos vem ganhando espaço nas estratégias corporativas do setor. O pagamento aos acionistas em relação ao fluxo de caixa aumentou 10p.p. entre 2010 e 2019, passando de 18% para 29%. Entretanto, a estratégia da MVA se concentra basicamente no pagamento de dividendos, pois a recompra de ações não foi significativa para a amostra das 50 empresas selecionadas. Os gastos em P&D foram relativamente constantes em torno de 4% do FC. Por fim, os gastos com F&A apresentaram uma volatilidade elevada no período, aumentando para 20% em 2016 depois caindo para 3% no final da série em relação ao FC.

O setor de TICs não apresentou uma parcela significativa dos gastos em P&D como esperado, sendo menor do que a média da IM, em torno de 10% do FC. Os gastos em capital ficaram em torno de 50% do FC. O destaque ficou para as F&A que atingiu 33% do FC em 2014, finalizando a série em 29%. No que concerne a MVA, o pagamento de dividendos variou no intervalo de 14-23%, sem tendência definida com uma média de recompra de ações em torno de 3% do fluxo de caixa.

A análise do FC dos setores permite traçar um perfil do direcionamento dos gastos pelas empresas. A IM apresentou uma estratégia mais intensa da MVA através do pagamento de dividendos e uma dinâmica agressiva para F&A em alguns períodos. No caso do setor de O&G, os gastos em capital ainda são predominantes, entretanto, mesmo com a queda do FC operacional, o setor está direcionando recursos para o pagamento de dividendos, um indicativo importante no argumento a favor da MVA. Por fim, o setor de TICs não apresentou uma parcela significativa para P&D como esperado, com destaque para F&A que representou cerca de 30% do FC, indicando que o setor é dinâmico, com alta variabilidade da estrutura acionária.

4.2 Rentabilidade e o pagamento de dividendos

O princípio balizador das empresas é a geração de lucro para remunerar os capitais empregados. O lucro líquido, organizado na demonstração de resultado, trata-se das receitas com vendas depois do desconto dos custos, despesas, encargos financeiros e tributários. A principal decisão após a empresa obter lucros positivos, é a forma de distribuir esses resultados. A empresa pode optar por reter uma parcela para reinvestimentos, ou, distribuir para os acionistas conforme o montante acionário que foi aplicado. Uma estratégia no sentido da MVA investiga a prioridade dada a distribuição de dividendos como forma de alavancar o valor da empresa no mercado financeiro. Os parâmetros de rentabilidade e a distribuição entre lucros e dividendos varia conforme o setor em análise. O fenômeno da financeirização retrata a mudança do padrão “reter e investir”, para “reduzir e distribuir” (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). Nesta seção será possível analisar os parâmetros de rentabilidade, assim como a distribuição entre lucros e dividendos.

A IM e o setor de TICs apresentaram uma rentabilidade sobre o patrimônio líquido relativamente constante e similar no período, entre 10 e 15%, com o setor de TICs destoando apenas em 2013, quando AT&T aumentou em mais de 80% seu lucro líquido em relação a 2012. No caso do setor de O&G é possível observar uma correlação elevada entre preço do petróleo e a rentabilidade do setor. No período de alta do mercado, o setor atingiu 16% de rentabilidade sobre o patrimônio líquido, reduzindo desde então, até o vale entre 2015/16. O novo patamar dos preços prejudicou diretamente a capacidade de caixa das empresas, como pode ser visto anteriormente. O setor ensaiou uma leve recuperação em 2018, em um patamar mais baixo, porém, sem continuidade.

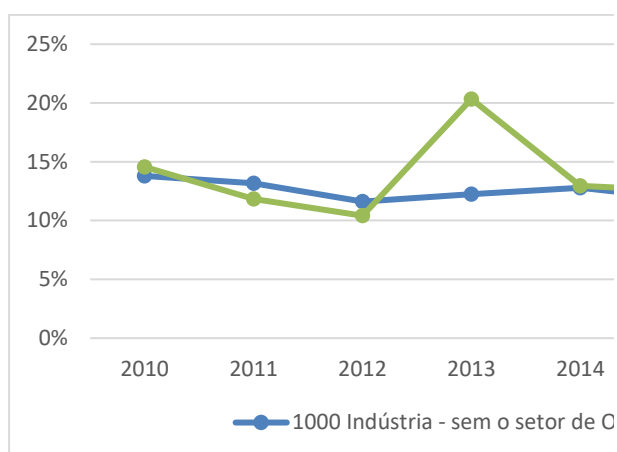


Gráfico 4: Indústria e Tecnologias da Comunicação e Informação: rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE), 2010-2019

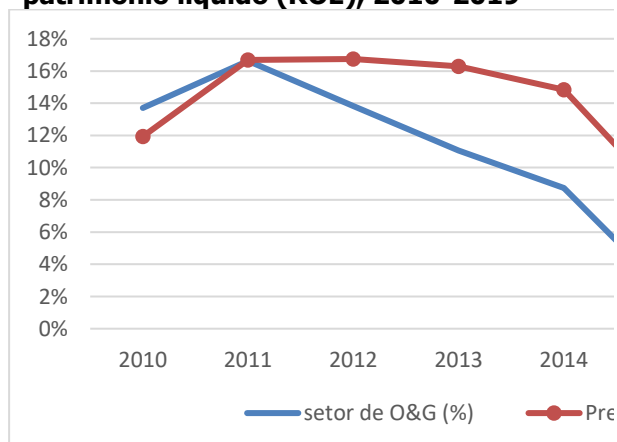


Gráfico 5: Setor de Petróleo e Gás: Rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE) e preço do petróleo, 2010-2019

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da (ORBIS, 2020).

O pagamento de dividendos trata-se da remuneração ao acionista pelo capital empregado. A relação entre dividendos e lucro líquido trata-se de uma relação dos ganhos pagos aos acionistas em dividendos, chamado payout. O valor que não é pago aos acionistas é retido pela empresa para quitar dívidas ou reinvestir em atividades operacionais, comumente chamado de taxa de retenção ou de reinvestimento. No que tange a IM, a participação dos lucros distribuídos foi crescente ao longo da série, saindo de cerca de 30% para quase 60% do lucro líquido gerado, isto é, para cada dólar de resultado, as empresas selecionadas distribuíram cerca de \$0,60 para os acionistas, retendo o restante para reinvestimentos e lucros acumulados. No caso do setor de O&G, mesmo com a retração drástica do lucro líquido durante a crise de 2015/16, o pagamento de dividendos é preservado, indicando, inclusive, que foi preciso utilizar o lucro retido fora do exercício para honrar os compromissos. Por fim, o setor de TICs demonstrou relativa estabilidade após 2014, com o pagamento de dividendos em torno de 40% do lucro líquido. Esse resultado para as TICs indica que o setor ainda possui espaço para reinvestimentos.

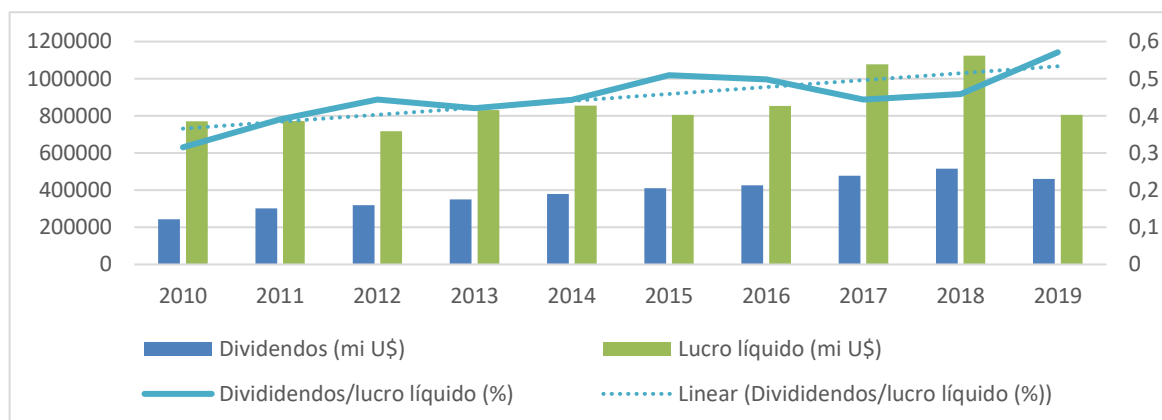


Gráfico 6: Indústria - lucros e dividendos, 2010-2019

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da Orbis.

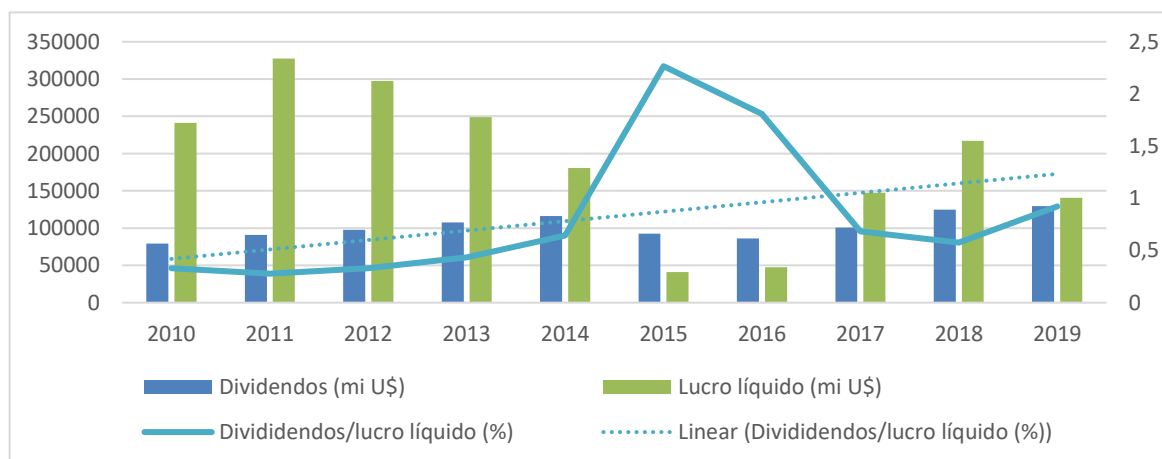


Gráfico 7: setor de Óleo e Gás - lucros e dividendos, 2010-2019

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da Orbis.

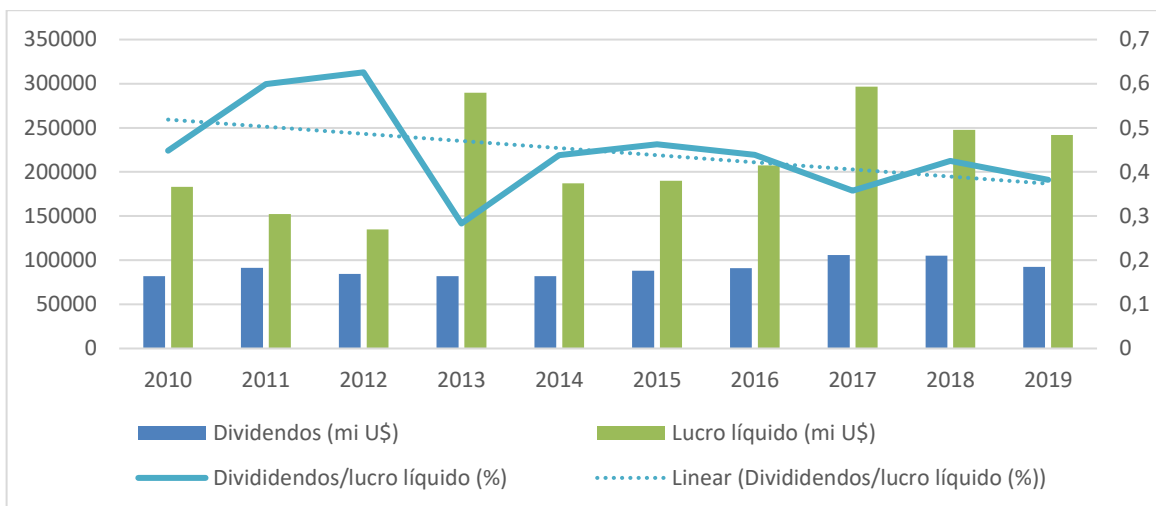


Gráfico 8: setor de Tecnologias da Informação e Comunicação - lucros e dividendos, 2010-2019

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da Orbis.

Como destacado anteriormente, o setor de O&G passou por uma drástica redução da geração de caixa com a queda dos preços do petróleo. Esse movimento afetou menos do que proporcionalmente o pagamento de dividendos. A margem de dividendos foi mantida, em média, em torno de um dólar por ação em circulação, próximo ao patamar pago pelo setor de TICs e inferior ao que a IM vem praticando na última década. A retração da capacidade de caixa também pode ser vista pela média dos ganhos por ação, que, para o setor de O&G reduziu continuamente após 2011. Esse movimento se contrasta com o setor de TICs, que vem aprimorando seus ganhos por ação, principalmente após 2014.

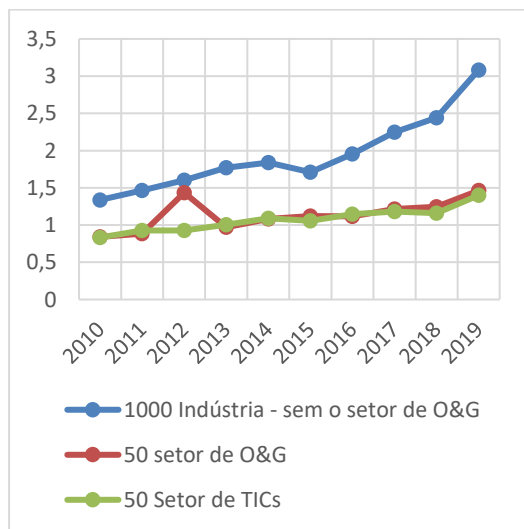


Gráfico 9: Média dividendos por ação (dividendos – U\$/ ações em circulação), 2010-2019

(Média ponderada pela receita de 2018)

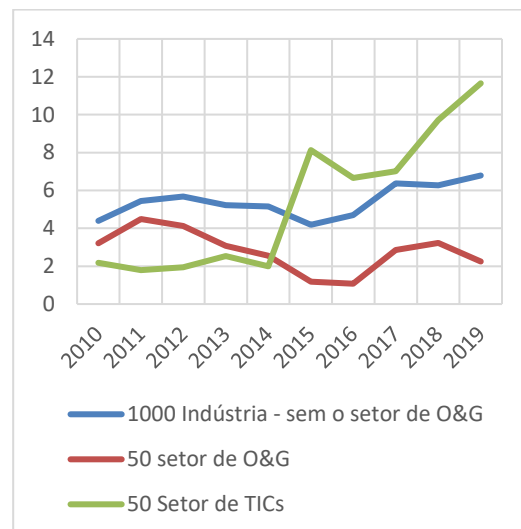


Gráfico 10: Média ganhos por ação - (lucro líquido – U\$/ações em circulação), 2010-2019

(Média ponderada pela receita de 2018)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da (ORBIS, 2020).

Os parâmetros de rentabilidade indicam certa estabilidade para a margem da Indústria Mundial e para o setor de TICs. Já para o setor de O&G, a década, que começava promissora, logo se mostrou insustentável. A queda dos preços do petróleo pela metade, levou consigo a rentabilidade do setor. O payout da indústria, que chegou a mais de duas vezes o seu resultado líquido, indica que a distribuição dos ganhos em favor dos dividendos tem sido cada vez mais agressiva. O resultado para o setor de O&G surpreende, por tratar de um setor altamente intensivo em capital, que necessita, continuamente, de investimentos em capital físico.

4.3 Receita e despesa financeira

A receita financeira trata-se dos ganhos apurados pela empresa em suas operações de ativo, como ganhos com juros e rendimento de aplicações financeiras, já a despesa financeira, está atrelada a remuneração do capital de terceiros (passivo), tais como, despesas com juros via empréstimos e financiamentos e baixa de ativos financeiros, assume uma morfologia própria para cada setor em análise (ASSAF NETO, 2020). No entanto, em geral, o balanço financeiro de empresas não financeiras tende a ser negativo, pois parte-se do pressuposto de que essas empresas concentram suas operações em atividades operacionais.

No que se refere a IM, os encargos financeiros variaram entre U\$100 e U\$160 bilhões e as receitas financeiras em torno de U\$ 40 bilhões. Esse resultado é similar ao encontrado no setor de TICs, onde os encargos superam entre quatro a sete vezes a entrada financeira. Já o setor de O&G as receitas financeiras foram de U\$8 bi em 2010, U\$ 18bi em 2015, voltando a 11 bi em 2019, no ano em que as despesas financeiras atingiram U\$41 bi para as empresas selecionadas (ORBIS, 2020)

No que se refere a participação da receita financeira sobre o resultado operacional nas amostras selecionadas, percebe-se uma participação relativamente constante para IM e TICs. Chama atenção a participação das receitas financeiras no setor de O&G durante a queda dos preços do petróleo, que foi de 22% em 2015.

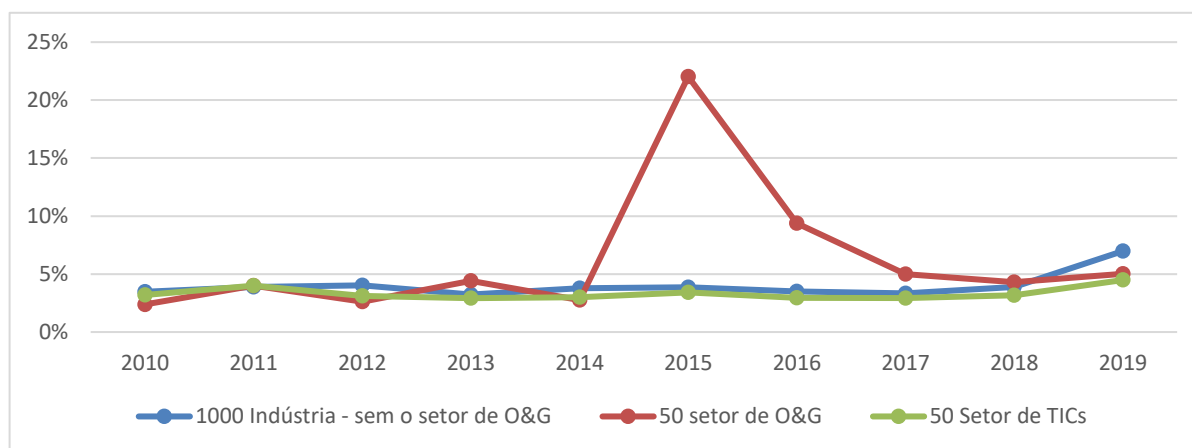


Gráfico 11: Receita Financeira/EBIT, 2010-2019

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de (ORBIS, 2020).

O balanço financeiro das empresas indica que, no geral, as empresas selecionadas não intensificaram seus canais financeiros de acumulação. As atividades operacionais continuam a comandar o regime de acumulação. O caso do setor de O&G diverge dos anteriores, com características mais voláteis. As evidências indicam que, conforme o mercado do petróleo se movimenta, o componente financeiro tende a se ajustar. Dessa forma, quando o mercado estava em alta, diminuíam-se os encargos financeiros e fortaleciam-se os ganhos com juros e o rendimento de ações.

Posteriormente, quando o preço do petróleo diminui, esses resultados são invertidos.

4.4 Valor e mercado

A política de distribuição de dividendos é operada também como forma de maximização do valor acionário das empresas, buscando tornar a empresa mais atrativa para investidores. Do ponto de vista teórico, é possível identificar um caráter cíclico: distribuição de dividendos leva ao aumento de preços no mercado acionário, que permite maior capacidade de endividamento e gasto por parte das empresas para retomar os pagamentos (CARNEIRO, 2010).

Podemos verificar o valor de mercado das empresas de duas formas. A capitalização de mercado trata de todas as ações em circulação vezes o seu preço de mercado. Já o Valor da empresa é estimado através da sua capitalização de mercado mais as dívidas e empréstimos, menos o caixa e equivalente de caixa. Ambos indicadores, mostram as TICs, empresas mais dinâmicas tecnologicamente, se valorizando e ampliando seu capital, enquanto a IM e o setor de O&G, intensivas em capital, com valores médios estáveis na última década.

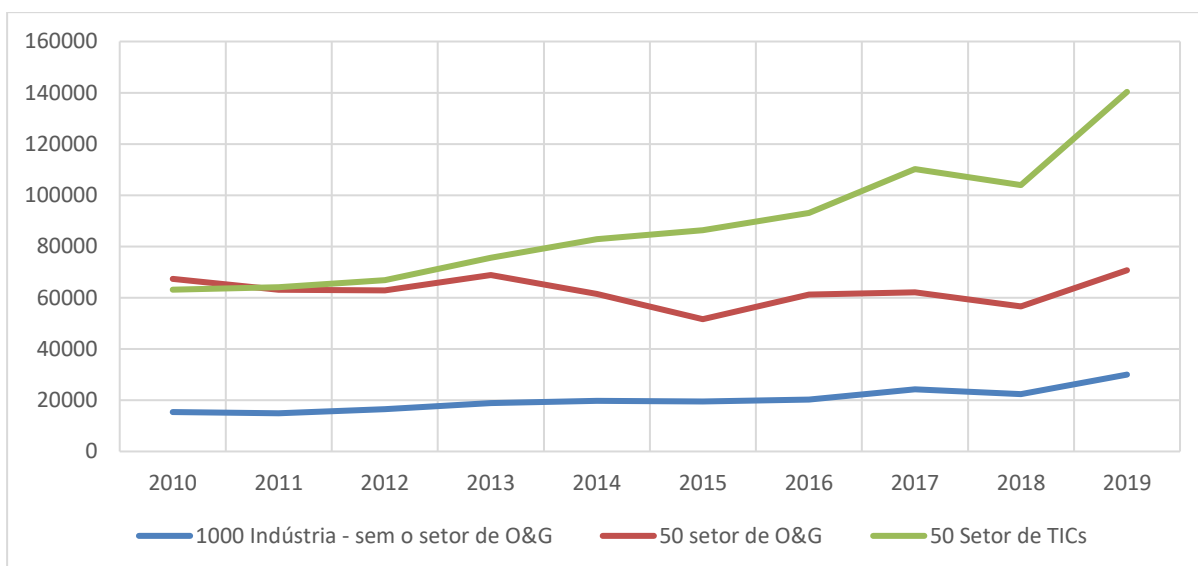


Gráfico 12: Valor da empresa, 2010-2018 (médias - mi U\$)

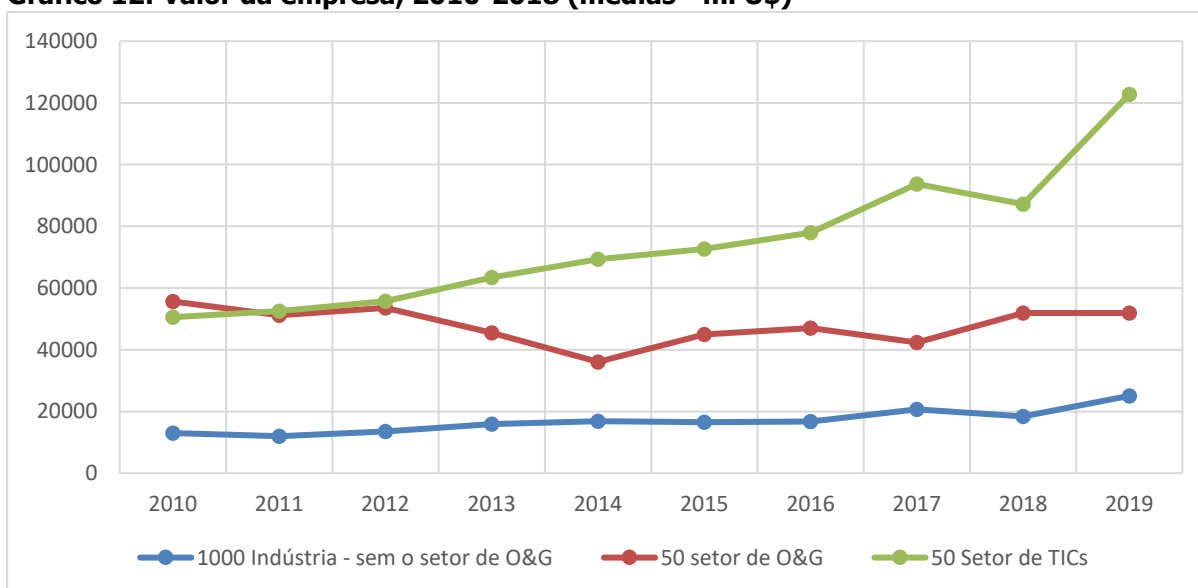


Gráfico 13: Capitalização de mercado, 2010-2019 (médias - mi U\$)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da (ORBIS, 2020).

Os resultados no mercado financeiro indicam que a IM e o setor de O&G estão perdendo espaço para empresas mais dinâmicas tecnologicamente. Esse resultado pode influenciar a estratégia de recompra de ações, pois diminui as expectativas de valorização das ações e também de fusões e aquisições, pois direciona capitais para setores mais dinâmicos.

4.5 Dívida e alavancagem

A participação da dívida líquida (passivo oneroso) em relação ao caixa operacional é calculada subtraindo-se o caixa total e equivalentes ao total da dívida de curto e longo prazo em relação a geração de caixa operacional (EBITDA). Esse parâmetro transmite a noção de quanto tempo (anos) a empresa levaria para sanar toda a sua dívida. A IM apresentou uma alavancagem em torno de 1,5 anos enquanto o setor de TICs permaneceu com cerca de 1 ano de resultado operacional para sanar as dívidas. O Setor de O&G apresentou uma tendência positiva para o nível de alavancagem na década, atingindo o pico, entre 2015 e 2016, quando o indicador marcou 2 anos de dívida em relação ao resultado operacional.

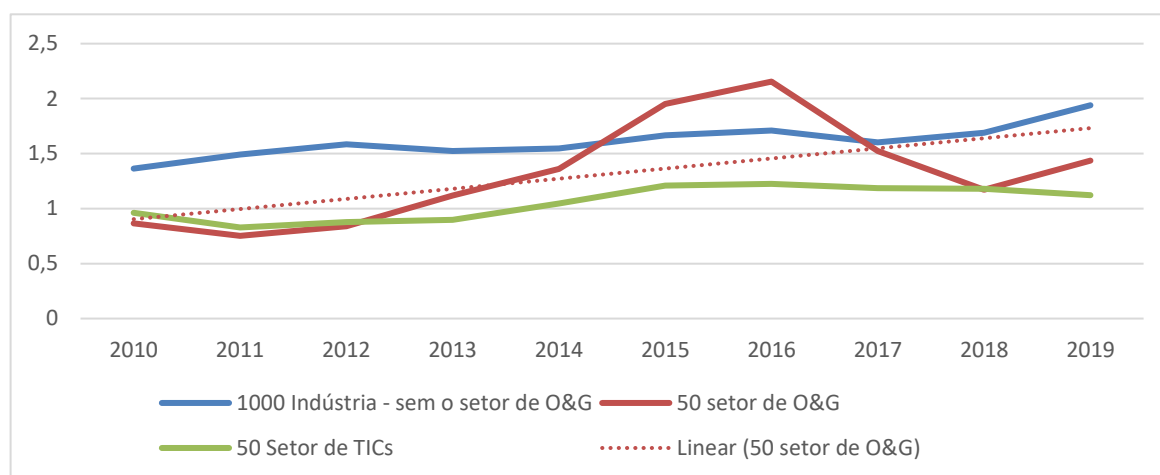


Gráfico 14: dívida líquida em relação ao EBITDA, 2010-2019

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de (ORBIS, 2020).

No caso do setor de O&G, a variação da dívida, no ápice da crise de preços de 2015/16, ocorreu, sobretudo, com emissões de longo prazo – mais do que 12 meses de carência. No caso da IM, as emissões de longo prazo desaceleraram e as de curto prazo aumentaram após 2016. Por fim, no setor de TICs a dívida se concentrou, sobretudo, em papéis de longo prazo.

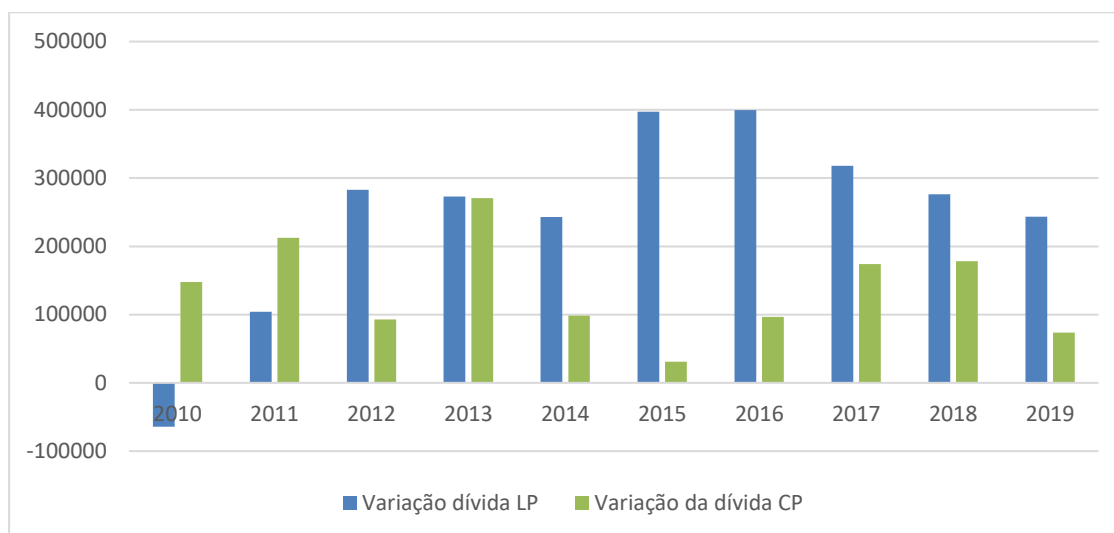


Gráfico 15: indústria - variação da dívida de curto e longo prazo, 2010-2019 (mi U\$)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de (ORBIS, 2020).

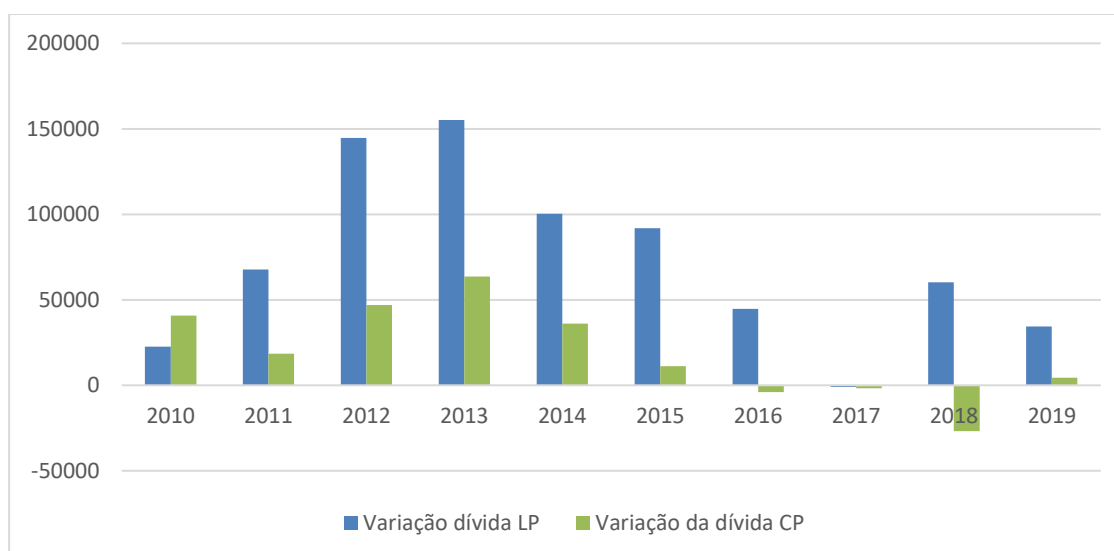


Gráfico 16: setor de Óleo e Gás - variação da dívida de curto e longo prazo, 2010-2019 (mi U\$)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de (ORBIS, 2020).

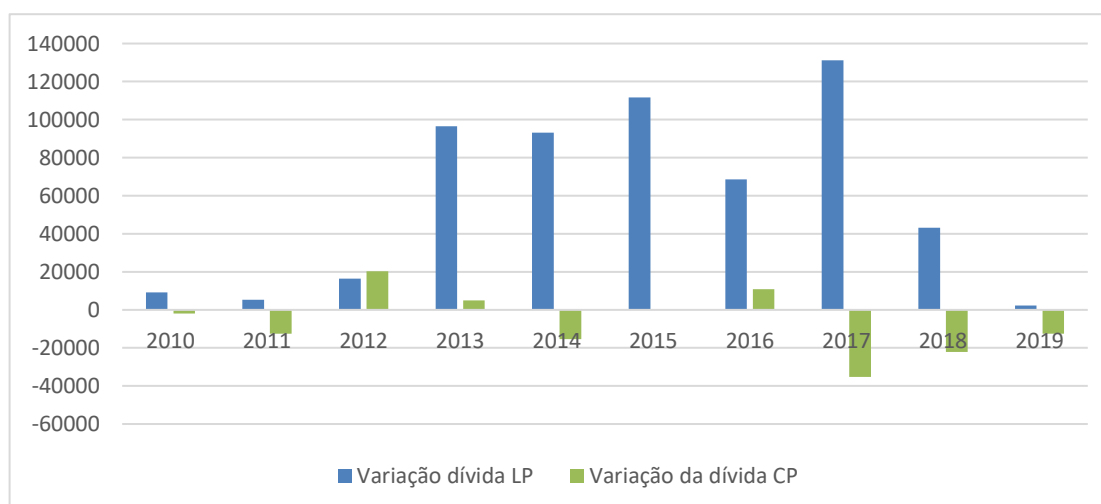


Gráfico 17: setor de Tecnologias da Informação e Comunicação - variação da dívida de curto e longo prazo, 2010-2019 (mi U\$)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de (ORBIS, 2020).

Para o setor de O&G os resultados indicaram um aumento do grau de alavancagem. Comparando a dívida líquida com o resultado operacional o valor é crescente. Esse endividamento foi concentrado principalmente em papéis de longo prazo. Dessa forma, surgem evidências para afirmar que a manutenção do pagamento de dividendos, mesmo com redução do fluxo de caixa, adveio da emissão de dívida para honrar os compromissos financeiros.

4.6 Investimentos e gastos em pesquisa e desenvolvimento

O direcionamento de recursos para o imobilizado exerce influência direta sobre os rendimentos futuros das empresas. Esses gastos são caracterizados pelo alto risco, dado o caráter de utilização permanente, e custo elevado, que pode penalizar os resultados da empresa no exercício operacional (ASSAF NETO, 2020). No caso do setor de O&G, com destaque para as atividades de produção e exploração de petróleo, adiciona-se o fato de que grande parte dos investimentos são irrecuperáveis. Como ficou demonstrado pela composição do fluxo de caixa, as despesas com imobilizado (CAPEX) representam o maior componente de gastos das empresas de petróleo. Entretanto, enquanto o CAPEX crescia, em média, 20% entre 2011 e 2013, despencou durante a queda dos preços, e vem recuperando lentamente até o final da década. A sua participação em relação ao FC operacional aumentou entre 2013/15, pois a capacidade de caixa diminuiu menos do que proporcionalmente aos gastos.

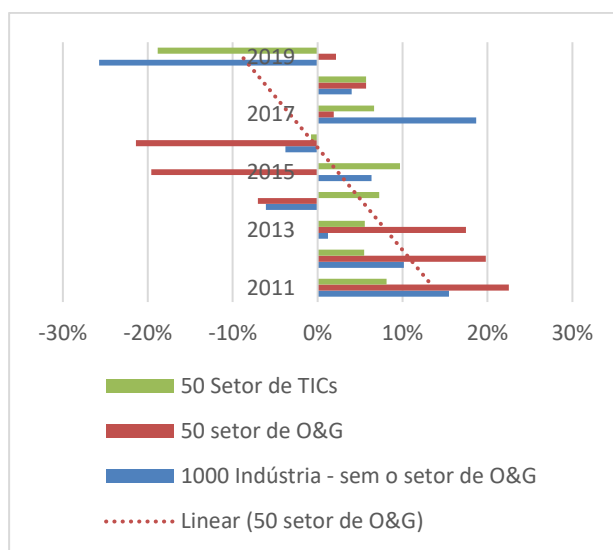


Gráfico 18: taxa de variação do gasto de capital - CAPEX, 2011-2019

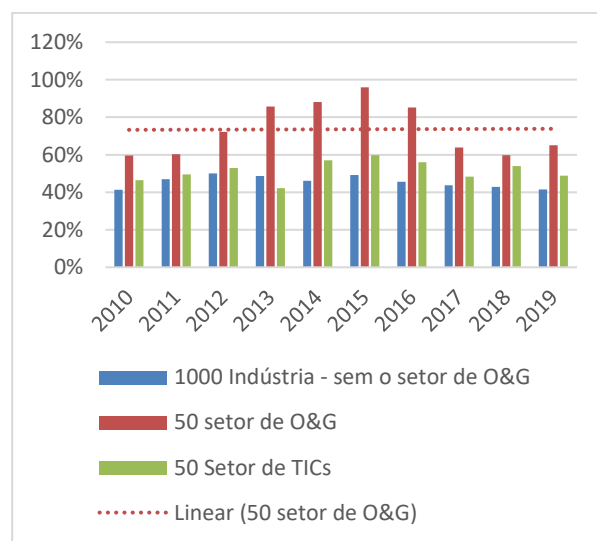


Gráfico 19: Gasto de CAPEX em relação ao fluxo de caixa operacional, 2010-2019

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de (ORBIS, 2020).

A resposta dos gastos em P&D desde 2012 vem sendo negativa para o setor de O&G, em contraste com a IM e o setor de TICs que apresentam uma dinâmica tecnológica mais forte, tanto na taxa de variação dos gastos no período como no grau de intensidade tecnológica. Enquanto o setor de O&G apresentou 0,5% dos gastos em P&D em relação as receitas, a IM representou cerca de 3,5%, e o setor de TICs sai de 2,3 em 2010 para mais de 4% em 2019.

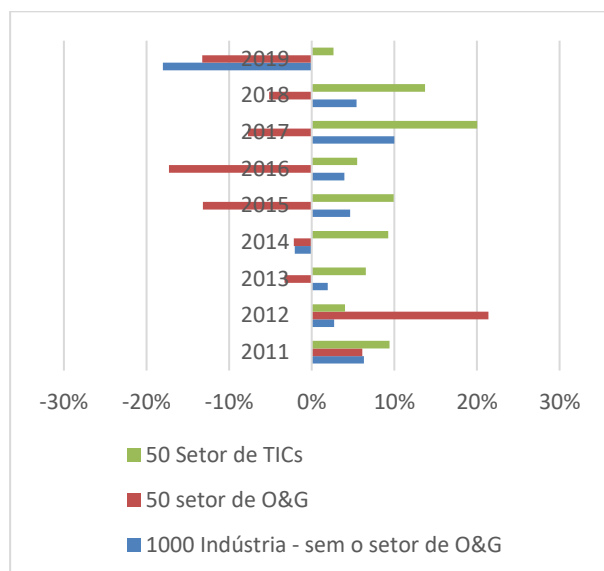


Gráfico 20: taxa de variação do gasto em P&D, 2011-2019

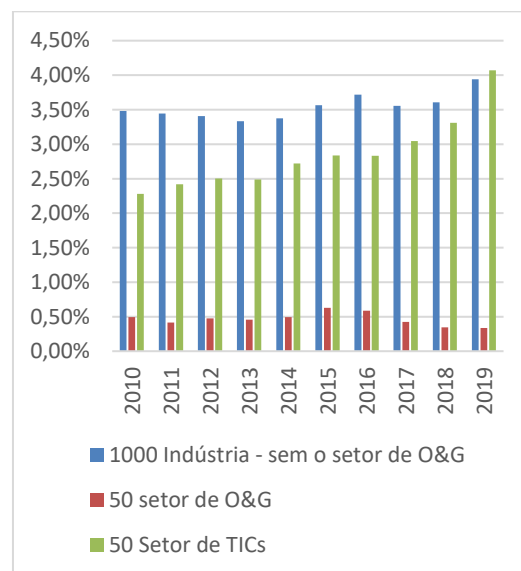


Gráfico 21: Intensidade tecnológica, 2011-2019

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de (ORBIS, 2020).

Os dados indicam que o investimento em capital físico e gastos inovativos estão perdendo fôlego no setor de O&G, com uma tendência negativa, principalmente para os gastos inovativos, durante a década. Esse resultado contrasta com a distribuição de dividendos, que vem ganhando espaço e fortalecendo a estratégia no sentido de fortalecer inflar a remuneração do acionista.

4.7 Recompra de ações e fusões e aquisições

Os movimentos de recompra de ações (RA) e fusões e aquisições (F&A) são componentes centrais das estratégias corporativas. A recompra de ações reduz o número de ações em circulação, e pode ser conduzida por diversas razões, como, aumentar o valor das ações que permaneceram ou reduzir a oferta para limitar a entrada de novos acionistas e assim aumentar a participação dos atuais investidores. As ações adquiridas normalmente são canceladas, porém, podem ser retidas e usadas para aquisições e remuneração de diretores e empregados. A base utilizada cobre apenas acordos de recompra de ações avaliados em mais de 26 milhões de dólares⁴, ou acordos que representem uma participação de 10% ou mais na empresa (sobre ações em circulação)

As fusões e aquisições referem-se ao processo de combinação entre empresas. As aquisições tratam-se da incorporação de uma ou mais sociedades por uma outra corporação que a sucede em direitos e obrigações. Para a Orbis, as aquisições computadas referem-se aos acordos onde a companhia compradora adquiriu 50% ou mais de uma outra companhia, obtendo seu controle. Trata-se de qualquer negociação, isto é, mesmo que a participação adquirida seja pequena, se o patrimônio final for igual ou superior a 50%, a negociação será classificada como uma aquisição. Já as Fusões tratam-se da operação que une duas ou mais empresas que formarão uma nova sociedade que a

⁴ Conversão aproximada para 20 milhões de libras esterlinas 07/08/2020.

sucedará em direitos e obrigações. Não são fenômenos frequentes, pois uma fusão só ocorre de fato, quando o acordo envolve um contrato entre iguais com a troca exata de ações. Se essa condição não for efetivada, o contrato se enquadra em aquisições. Esta operação busca: aumentar a eficiência administrativa, reduzir custos, melhorar a gestão das atividades operacionais, diversificar segmentos de atuação, entre outros (ASSAF NETO, 2020). Para RA e F&A a base seleciona somente acordos completos e confirmados.

4.7.1 Recompra de ações

A recompra de ações é um dos parâmetros centrais para analisar a hipótese da MVA. Como pode ser visto no quadro 2, a IM intensificou as recompras entre 2011 e 2014. Os dados para o setor de O&G indicam que o movimento de recompra acompanhou ciclicamente o movimento do mercado. Com o preço do petróleo em alta, as corporações do setor apostaram nas recompras como forma de valorização no mercado acionário, chegando a 70 contratos em 2013. Por outro lado, durante a crise dos preços de 2015/16 não foram efetivados contratos de recompra pelas empresas da amostra. Por fim, o setor de TIC apresentou mais contratos em 2011 e 2012.

Quadro 2: contratos de recompra de ações – número e valor, 2010-2019

Ano	Indústria		Óleo e Gás		TICs	
	Contratos	Valor	Contratos	Valor	Contratos	Valor
2010	79	87.815,39	2	235,61	27	19.693,27
2011	200	67.710,10	11	9.606,12	95	26.668,65
2012	137	68.542,22	8	2.220,59	50	8.029,19
2013	172	178.440,29	70	13.269,95	16	1.7524,6
2014	126	135.244,77	54	16.931,12	8	3.883,79
2015	72	85.918,04	0	0	10	6.268,02
2016	67	60.011,74	0	0	8	13.512,5
2017	53	57.671,53	4	3.277,35	8	6.341,3
2018	77	96.884,18	3	1.647,84	8	7.581,76
2019	77	68.060,56	5	5.454,77	10	16.936,34
Total	1.060	906.298,82	157	52.643,35	240	126.439,42

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de (ZEPHYR, 2020).

A leitura do setor de O&G difere dos demais setores nessa questão. Como já destacado, o CAPEX é um componente fundamental do setor, e representa cerca de 60% das saídas de fluxo de caixa dessas empresas. Dessa forma, quando a capacidade de caixa é reduzida, os recursos são destinados, prioritariamente, para as suprir as necessidades de investimentos, diminuindo o espaço para estratégias financeiras, como a recompra de ações. Essa constatação explica, em parte, a ausência de contratos de recompra de ações entre 2015 e 2016.

4.7.2 Fusões e Aquisições

No teor de Fusões e Aquisições (F&A), há indícios para afirmar que esse processo faz parte de um movimento histórico inerente a própria evolução do setor. Pode-se citar como grandes acordos históricos, a compra da Amoco pela BP, fusão entre Exxon e Mobil, entre a BP-Amoco e Arco, entre Total Fina-Elf. Posteriormente, houve a incorporação da Texaco pela Chevron e da Conoco pela Phillips (TORRES FILHO, 2004).

Os acordos de fusões e aquisições geram receita para o caixa com a venda de ativos e despesa com as aquisições. Representam um investimento ou a diversificação da companhia em determinado

negócio alvo. Como pode ser visto pelos gráficos a seguir, a IM apresentou um saldo negativo para F&A, logo, as empresas que formam a amostra adquiriram ativos de forma mais forte do que venderam. O setor apresentou uma média de 512 contratos como comprador e 190 contratos como vendedor. O aumento dos contratos de compras do setor entre 2016/17 está de acordo com o IEA (2018).

O setor de O&G apresentou uma tendência positiva na receita líquida com F&A. Dessa forma, os dados indicam que as receitas com as vendas estão aumentando em um ritmo mais forte do que as despesas com a entrada em novos negócios. Por outro lado, o número de contratos diminuiu ao longo da década, implicando em um menor dinamismo das empresas selecionadas. O setor de TICs aumentou o valor das aquisições, mesmo com a redução dos contratos após 2016.

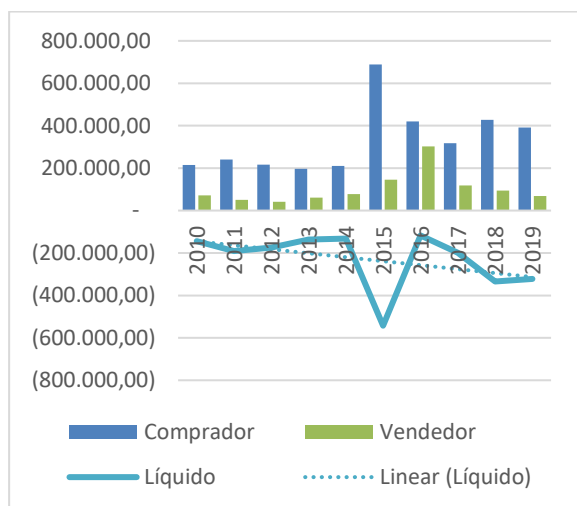


Gráfico 22: Indústria - valor total em fusões e aquisições, 2010-2019 (mi U\$)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de (ORBIS, 2020).

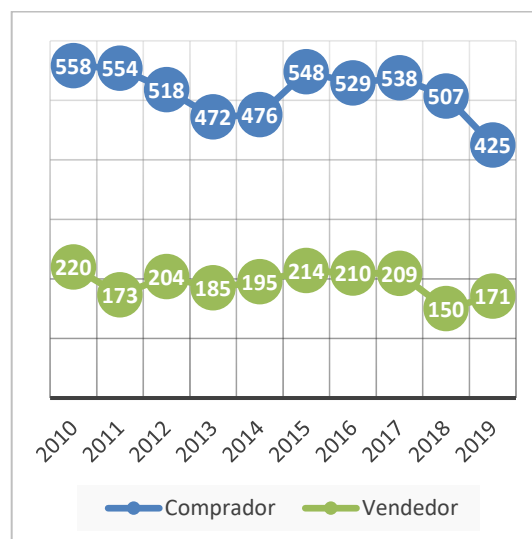


Gráfico 23: indústria - número de contratos de fusões e aquisições, 2010-2019

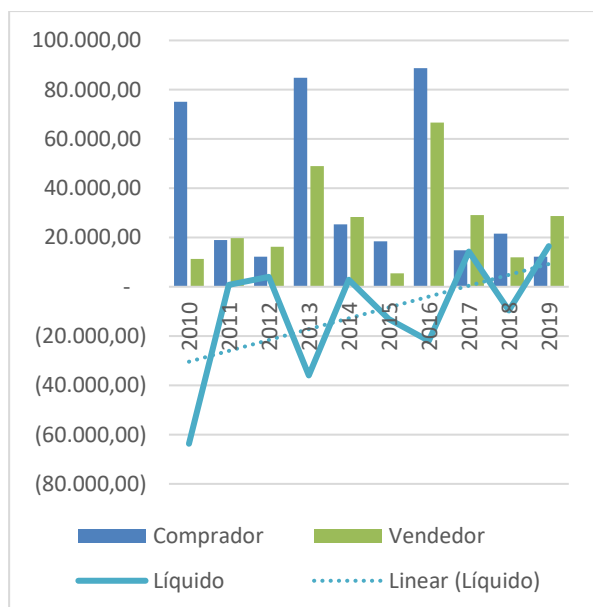


Gráfico 24: setor de Óleo e Gás - valor total em fusões e aquisições, 2010-2019 (mi U\$)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de (ORBIS, 2020).

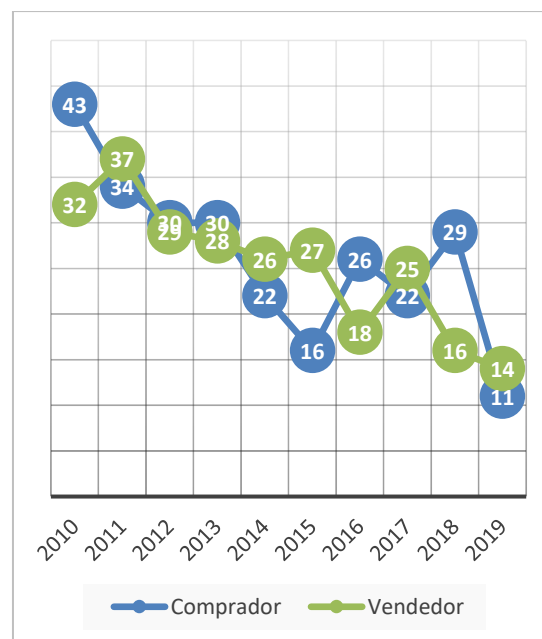


Gráfico 25: setor de Óleo e Gás - número de contratos de fusões e aquisições, 2010-2019

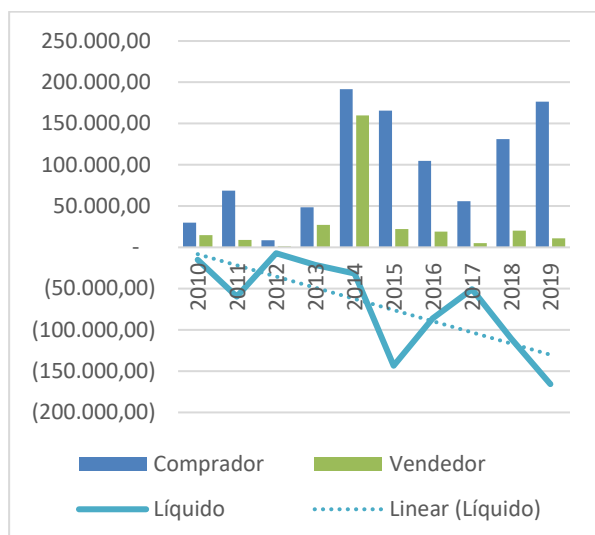


Gráfico 26: setor de TICs - valor total em fusões e aquisições, 2010-2019 (mi U\$)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de (ORBIS, 2020).



Gráfico 27: TICs - número de contratos de fusões e aquisições, 2010-2019

Os dados sobre F&A indicam que o número de contratos na IM permaneceu relativamente constante, porém com valores de compra superior ao de venda. O setor de O&G diminuiu o número de contratos ao longo dos anos com uma tendência positiva para o valor líquido de F&A, indicando que o setor perdeu dinamismo durante a década. Por fim, o setor de TICs manteve mais contratos de compra do que de venda, em uma tendência negativa para os valores líquidos entre compras e vendas.

5. Considerações finais

Durante o período analisado, o setor de óleo e gás apresentou duas fases distintas. Em um primeiro momento, colheu os resultados positivos advindos do elevado preço do petróleo. Logo em seguida, quando os preços caem pela metade, esses resultados são invertidos. Os dados analisados levantam evidências significativas para a validação da hipótese da maximização do valor para o acionista. A queda dos preços conduziu ao declínio da rentabilidade sobre o patrimônio líquido das empresas do setor. A redução das receitas levou a deterioração do fluxo de caixa. No entanto, mesmo com a deterioração dos resultados operacionais, preserva-se a remuneração ao acionista, com um payout que chega a duas vezes o resultado líquido das empresas do setor. Concomitantemente, ocorreu o aumento da dívida, principalmente com variação em papéis de longo prazo.

Por outro lado, a redução da taxa de crescimento dos investimentos em capital e a venda líquida de ativos pelas empresas, indicam que o setor estaria entrando em uma fase poente nos negócios operacionais sobre petróleo e gás, o que abriu espaço para estratégias financeiras. Da mesma forma, os esforços inovativos estão desacelerando. Em contraposição, as empresas estão buscando manter uma política estável e inflada de dividendos para conter o encolhimento das empresas no mercado financeiro, que vem ocorrendo a partir do crescimento de empresas mais dinâmicas tecnologicamente do setor de TICs.

A Indústria Mundial parece seguir a mesma tendência, com aumento do payout em favor dos acionistas. Entretanto, apresenta uma rentabilidade sobre o patrimônio líquido e dívida relativamente constantes ao longo da década. Por fim, o setor de Tecnologias da Informação e Comunicação apresentou uma participação menor para o payout, indicando uma margem maior para ampliação dos investimentos operacionais das empresas e uma estratégia menos agressiva do ponto de vista da MVA. Para estudos futuros, cabe analisar a estrutura proprietária do setor, e assim, avaliar se a estratégia a partir da forte distribuição de dividendos foi influenciada pelo aumento da participação de investidores institucionais.

Corporate strategy to maximize shareholder value in the Oil and Gas sector: a comparative analysis based on stylized facts in the years 2010

Abstract:

The main objective of the thesis is to examine whether, and in what way, the maximization of shareholder value has marked the strategy and dynamics of the oil sector at the firm level. The main hypothesis to be tested is that the difference between the company's accumulation capacity and investment need is being redirected towards the payment of dividends and the repurchase of shares. For this, the research seeks to examine the Oil and Gas sector in comparison with the World Industry and the Information and Communication Technologies sector. The methodology was based on the construction of economic and financial indicators with a focus on cash flow, profitability and dividends, financial income, market value, debt, share repurchases and mergers and acquisitions. The analyzed data raised evidence in the sense of MVA, because, even with the deterioration of operating results in the period, the remuneration to the shareholder was preserved. On the other hand, innovative efforts are slowing down and companies are losing space in the financial market.

Keywords: Maximization of Shareholder Value; Petroleum Sector; Business economy.

Referências bibliográficas

- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2020.
- CARNEIRO, R. DE M. Dinâmica e crise do capitalismo com dominância financeira. In: CARNEIRO, RICARDO DE MEDEIROS; MARCOLINO, L. C. M. (Ed.). **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil do Plano Real à crise financeira**. 1. ed. São Paulo: Editora Gráfica Atitude, 2010.
- EIA, U. E. I. A. **Petroleum & other liquids**. Disponível em: <<https://www.eia.gov/dnav/pet/hist/RBRTED.htm>>. Acesso em: 1 fev. 2021.
- EUROSTAT. **Statistical classification of economic activities in the European Community (NACE Rev. 2). Office for Official Publications of the European Communities**. Luxembourg, 2008.
- IEA, I. E. A. **World Energy Investment 2018**. Paris: [s.n.]. Disponível em: <<https://webstore.iea.org/>>.
- JESUS JÚNIOR, L. B. DE; SARTI, F.; FERREIRA JÚNIOR, H. DE M. Petrobras: Política de Conteúdo Local, Natureza Jurídica, Governança Corporativa e Performance Econômica. **Economic Analysis of Law Review**, v. 7, n. 2, p. 530–576, 2016.
- KERSTENETZKY, J. A natureza da firma contemporânea: O problema da governança corporativa. **Econômica**, v. 9, n. 2, p. 209–238, 2007.
- KRIPPNER, G. R. The financialization of the American economy. **Socio-Economic Review**, v. 3, n. 2, p. 173–208, 2005.
- LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p. 13–35, 2000.
- ORBIS. **Database**. Disponível em: <<https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/data/international/orbis>>. Acesso em: 1 fev. 2020.
- PENROSE, E. **The Theory of the Growth of the Firm**. [s.l.] Oxford university press, 2009.
- PIROG, R. **The Role of National Oil Companies in the International Oil Market** CRS Report for Congress, , 2007.
- STEVENS, P. International Oil Companies The Death of the Old Business Model. p. 1–46, 2016.
- TORRES FILHO, E. T. O papel do petróleo na geopolítica americana. In: **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 309–346.
- VAN DER ZWAN, N. Making sense of financialization. **Socio-Economic Review**, v. 12, n. 1, p. 99–129, 2014. ZEPHYR. **Database**. Disponível em: <<https://zephyr.bvdinfo.com/>>. Acesso em: 1 fev. 2020.