



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

CAMILA VENEIO CAMPOS FONSECA

**Ensaio sobre a atuação dos investidores institucionais no
mercado acionário brasileiro**

Campinas
2019



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

CAMILA VENEIO CAMPOS FONSECA

**Ensaio sobre a atuação dos investidores institucionais no
mercado acionário brasileiro**

Prof. Dr. Rodrigo Lanna Franco da Silveira – orientador

Prof. Dr. Célio Hiratuka – co-orientador

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Doutora em Ciências Econômicas, na área de Teoria Econômica.

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL
DA TESE DEFENDIDA PELA ALUNA CAMILA VENEIO
CAMPOS FONSECA, ORIENTADA PELO PROF. DR.
RODRIGO LANNA FRANCO DA SILVEIRA E CO-
ORIENTADA PELO PROF. DR. CÉLIO HIRATUKA.**

Campinas
2019

Agência(s) de fomento e nº(s) de processo(s): FUNCAMP, 193554

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

F733e Fonseca, Camila Veneo Campos, 1988-
Ensaio sobre a atuação dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro / Camila Veneo Campos Fonseca. – Campinas, SP : [s.n.], 2019.

Orientador: Rodrigo Lanna Franco da Silveira.

Coorientador: Celio Hiratuka.

Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Financeirização. 2. Investidores (Finanças). 3. Heterogeneidade. I. Silveira, Rodrigo Lanna Franco da, 1976-. II. Hiratuka, Celio, 1970-. III. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. IV. Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: Essays on the role of institutional investors in the Brazilian stock market

Palavras-chave em inglês:

Financialization

Investors (Finances)

Heterogeneity

Área de concentração: Teoria Econômica

Titulação: Doutora em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Rodrigo Lanna Franco da Silveira [Orientador]

Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

Annina Kaltenbrunner

Daniela Magalhães Prates

Dante Mendes Aldrighi

Data de defesa: 18-02-2019

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

CAMILA VENEIO CAMPOS FONSECA

**Ensaio sobre a atuação dos investidores institucionais no
mercado acionário brasileiro**

Prof. Dr. Rodrigo Lanna Franco da Silveira – orientador

Prof. Dr. Célio Hiratuka – co-orientador

Defendida em 18/02/2019

COMISSÃO JULGADORA

Prof. Dr. Rodrigo Lanna Franco da Silveira - PRESIDENTE
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)

Prof.^a Dr.^a Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi
Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa

Prof.^a Dr.^a Annina Kaltenbrunner
Leeds University Business School

Prof.^a Dr.^a Daniela Magalhães Prates
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)

Prof. Dr. Dante Mendes Aldrighi
Universidade de São Paulo (USP)

A Ata de Defesa, assinada pelos membros da Comissão Examinadora, consta no processo de vida acadêmica da aluna.

AGRADECIMENTOS

Se já faltou fôlego para terminar a tese, imagina para escrever os agradecimentos. Pensei em pular essa parte, mas não dava. Não dava porque eu definitivamente não teria conseguido sozinha. Seja pelo apoio acadêmico ou pelo emocional, um monte de gente ajudou.

Agradeço à minha família, em particular, mãe, pai, irmã e cunhado, por fazerem parte de tudo, o tempo todo. Por compartilharem angústias e alegrias, se fazerem presentes e imprescindíveis não só na trajetória dos últimos quatro anos, mas na minha vida. Agradeço também à família que eu ganhei de presente ao vir para Campinas, em particular, aos meus cunhados e sobrinhos. Todos vocês foram um porto seguro e uma fonte de paz e alegria, mesmo quando tudo parecia desmoronar!

Ao Nicholas, por tanta coisa que fica difícil descrever. Por não só se fazer presente no amor, no apoio e na compreensão, mas por me dar a oportunidade de aprender, crescer e evoluir. Minha admiração por você é indescritível e o companheirismo nossa maior e mais importante escolha!

Aos amigos de caminhada, Guilherme, Fernanda, Márcio, Jaime, Lidia, Ítalo, Gabriel, Marília, Flávio e Camila por compartilharem comigo um amor construído nas pequenas coisas.

Aos professores, funcionários e colegas da pós-graduação, aos quais não me atrevo a nomear pelo risco de me esquecer de alguém. São as conversas, as trocas, as ideias compartilhadas que nos fazem pesquisadores. Meu muito obrigada especial à Gabriela, por tanto em comum, ao pessoal do Cecon, que me adotou e me proporcionou momentos insubstituíveis de descontração, e ao Renatinho, que me aguentou falando da tese, principalmente nessa reta final. Renatinho, valeu não só pelas leituras, críticas e discussões, mas também, e principalmente, pelo companheirismo!

Há quem possa reclamar da relação com o orientador. Desse mal eu não sofri. Essa tese é tão minha quanto deles. Rodrigo, eu não teria conseguido sem a sua paciência, ajuda, orientação, conselhos e parceria. Meu muito obrigada pelo suporte em todas as frentes. Devo muito a você a pessoa, profissional, professora, pesquisadora e aluna que sou hoje. Celio, agradeço pela paciência, pelo apoio e pela orientação não só na tese, mas em diferentes questões da vida acadêmica.

Por fim, obrigada à Profa. Daniela Prates e ao Prof. Mariano Laplane por terem me proporcionado uma qualificação produtiva e útil! Aos membros da banca, agradeço a disponibilidade de ler, participar e contribuir.

RESUMO

Os investidores institucionais são considerados agentes-chave do sistema financeiro por diferentes abordagens teóricas. Sua importância é usualmente atribuída ao fato de figurarem como uma potencial fonte de recursos e liquidez aos mercados financeiros, fazendo com que exerçam influência não somente sobre as estratégias de financiamento e investimento das corporações não financeiras (CNF), mas também sobre a dinâmica e o crescimento da própria economia. A falta de consenso sobre quais investidores teriam um perfil de mais curto ou longo prazo, somada à incipiente literatura tanto sobre os elementos condicionantes do modo de atuação dos investidores institucionais em economias emergentes (EE) quanto sobre o portfólio e influência dos mesmos no âmbito corporativo brasileiro, figura entre as justificativas para o desenvolvimento desta pesquisa. O objetivo principal é mapear a atuação e avaliar a influência dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro. Para tanto, por um lado, é proposta uma sistematização da literatura a respeito da financeirização em EE. Por outro lado, recorre-se à literatura de finanças para questionar a premissa de que os investidores institucionais formam um grupo homogêneo de agentes. Tais análises são, então, incorporadas na avaliação dos impactos da participação acionária dos investidores institucionais sobre as estratégias corporativas das empresas brasileiras investidas. A hipótese é que a alocação de recursos em CNF, assim como o tipo de influência exercida por investidores institucionais sobre as mesmas, não é uniforme, dependendo tanto das características e perfil de investimento de cada investidor quanto do quadro institucional do país em que atuam. A análise da atuação dos investidores institucionais em EE, em particular, no Brasil, forneceu indícios de que o diferencial de juros, de câmbio e de retorno entre o investimento produtivo e o financeiro estão entre os principais condicionantes da alocação do portfólio destes agentes, apesar da influência sobre as CNF depender do perfil de investimento de cada investidor. A partir da aplicação da análise fatorial e de *cluster*, a heterogeneidade dos investidores institucionais foi confirmada, tendo sido delimitados quatro *clusters*. Além disso, foi estimado um modelo de dados em painel pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemático (GMM-Sys), a partir de uma amostra de 261 empresas, no período 2010-2016. Os resultados indicaram que os investidores institucionais, sem distinção, não afetam a política de dividendos, mas têm uma influência positiva sobre os investimentos financeiros. Embora investidores internacionais, caracterizados por uma visão de mais curto prazo, e investidores associados a uma potencial estratégia de mais longo prazo não tenham tido influência sobre a financeirização das estratégias corporativas, os investidores especializados, caracterizados por posições intermediárias – principalmente *asset managers* privados, nacionais e independentes –, demonstraram-se determinantes de maiores investimentos financeiros e de menores pagamentos de dividendos.

Palavras-chave: Financeirização; Investidores (Finanças); Heterogeneidade.

ABSTRACT

Institutional investors are seen as key agents of the financial system by different theoretical approaches. Their importance is usually assigned to the fact that they represent a potential source of resources and liquidity for the financial markets, and, in consequence, are capable to influence not only the financing and investment strategies of non-financial corporations (NFC), but also the dynamics and growth of the economy itself. The lack of consensus on which investors would have a short- or long-term profile, in addition to the incipient literature on both the drivers of the institutional investors' operation in emerging economies (EE), and the institutional investors' influence on the Brazilian corporate environment, figures among the justifications of this research. Our main objective is to analyze the behavior and evaluate the influence of institutional investors in the Brazilian stock market. For this, on the one hand, we propose a systematization of the literature on financialization in EE, on the other hand, we base on the finance literature to question the premise that institutional investors form a homogeneous group of agents. We then incorporate such analyzes into the evaluation of the impact of institutional investor shareholding on the strategic management of Brazilian NFC. We hypothesize that the allocation of resources in NFC, as well as the type of influence exerted by institutional investors on corporate strategies, is not homogeneous, depending on both the characteristics and investment profile of each investor, and also on the institutional framework of the country in which the investor operates. The analysis of the institutional investors role in EE, particularly in Brazil, indicated that the interest rate, exchange rate and rates of return gap between financial and productive investments are among the main determinants of the allocation of resources by these agents in EE. Although, the influence exerted by institutional investors on NFC depends on the investment profile of each investor. Using factorial and cluster analysis, the heterogeneity of the institutional investors was confirmed, and four clusters were delimited. In addition, we estimated a panel data model using System Generalized Moment Method (GMM-Sys) and a sample of 261 companies in the period 2010-2016. The results indicated that institutional investors, regardless of investor heterogeneity, had no influence on dividend policy, but had a positive influence on financial investments. While short-term investors or those with a longer-term view had no influence on the financialization of corporate strategies, specialized investors with intermediate positions – primarily national, private, and independent asset managers –, were determinant of higher financial investments and lower dividend payments.

Keywords: Financialization; Investors (Finances); Heterogeneity.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1.1 – Dinâmica da financeirização em EME.....	49
Figura 2.1 – Incorporação estocástica de vizinhos t -distribuída (t-SNE).....	82
Figura 3.1 – Distribuições e estatísticas descritivas das variáveis por ano (modelo <i>DIVID</i> e <i>AF</i>)	102

LISTA DE QUADROS

Quadro 2.1 – Resumo das variáveis para caracterização do modo de atuação dos investidores institucionais	68
Quadro 2.2 – Resumo dos resultados encontrados na pesquisa	81
Quadro 3.1 – Variáveis explanatórias com as respectivas definições e relação esperada.....	98
Quadro 3.2 – Classificação dos investidores institucionais utilizada no trabalho.....	99

LISTA DE TABELAS

Tabela 1.1 – Capitalização de mercado (% PIB), 1980–2017.....	40
Tabela 1.2 – Acionistas das CNF brasileiras por categoria (em %), 2012–2016.....	45
Tabela 1.3 – Total de empresas da amostra por nível diferenciado de governança corporativa, 2012–2016	46
Tabela 2.1 – Porcentagem de investidores institucionais por classificação e categoria.....	65
Tabela 2.2 – Estatísticas descritivas das variáveis por classificação.....	70
Tabela 2.3 – Matriz de correlações lineares entre as variáveis da pesquisa, 2011-2016.....	72
Tabela 2.4 – Estatísticas de adequação MAA de cada variável da pesquisa.....	73
Tabela 2.5 – Autovalores, peso relativo de cada componente na variância total e variância acumulada explicada por cada componente adicional	74
Tabela 2.6 – Cargas fatoriais de cada componente para cada variável da pesquisa.....	75
Tabela 2.7 – Comunalidade e especificidade de cada variável da pesquisa.....	76
Tabela 2.8 – Resultados da ACP com rotação pelo método Promax	77
Tabela 2.9 – Estatísticas descritas do <i>clusters</i>	79
Tabela 2.10 – <i>Silhouette coefficient</i> médio de cada um dos 4 <i>clusters</i> definidos.....	82
Tabela 3.1 – Estatísticas descritivas das variáveis para todo o período (modelo <i>DIVID</i>).....	101
Tabela 3.2 – Estatísticas descritivas das variáveis para todo o período (modelo <i>AF</i>).....	101
Tabela 3.3 – Resultados das estimações dos modelos pelo GMM Sistêmico	104

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1 – Fluxos de não residentes (<i>inflows</i>) por categoria (US\$ bilhões), 1996-2018.....	33
Gráfico 1.2 – Diferencial de juros, 1996-2018.....	34
Gráfico 1.3 – Câmbio efetivo real e Ibovespa (jun-1994=100), 1996-2018	35
Gráfico 1.4 – Investimento em carteira de não residentes por categoria (US\$ bilhões), 1996-2018	36
Gráfico 1.5: Detentores dos Títulos Públicos Federais (em %), 2007–2017	38
Gráfico 1.6: Número de companhias listadas na bolsa de valores brasileira (B3), 1979–2017.....	40
Gráfico 1.7: Padrão de financiamento das CNF de capital aberto no Brasil, 2008–2017	42
Gráfico 1.8: Acionista com maior participação por categoria (em %), 2012–2016.....	45
Gráfico 1.9: Acionista controlador por categoria (em %)	46
Gráfico 1.10: Participação dos investidores na B3 por categoria (em %), 2010–2017.....	48
Gráfico 2.1 – Variância explicada pelos componentes principais.....	74

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AF	Ativos Financeiros
B3	Brasil, Bolsa e Balcão
CNAE	Cadastro Nacional de Atividade Econômica
CNF	Corporações Não Financeiras
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DIVID	Dividendos
EE	Economias Emergentes
EUA	Estados Unidos da América
FMI	Fundo Monetário Internacional
GMM	<i>Generalized Method of Moments</i>
GMM-Sys	<i>Systemic Generalized Method of Moments</i>
IASB	<i>International Accounting Standard Board</i>
IFRS	<i>International Finance Report Standard</i>
KLCI	<i>Kuala Lumpur Composite Index</i>
KMO	Kaiser-Meyer-Olkin
MSA	<i>Measure of Sampling Adequacy</i>
MSCI	<i>Morgan Stanley Capital International</i>
NFC	<i>Non-Financial Corporations</i>
NFEV	<i>New Form of External Vulnerability</i>
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PAM	<i>Partitioning Around Medoids</i>
PCA	<i>Principal Component Analysis</i>
REA	Recursos Externos: Ações
RED	Recursos Externos: Dívida
RI	Recursos internos

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	16
1 FINANCEIRIZAÇÃO E INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: FATORES CONDICIONANTES DA SUA ATUAÇÃO EM ECONOMIAS EMERGENTES	21
1.1 Introdução	21
1.2 Financeirização em EE: uma proposta de sistematização da literatura	23
1.3 Financeirização e investidores institucionais: fatores associados à sua atuação em EE 31	
1.3.1 Diferencial de retorno e curto-prazismo dos investidores institucionais.....	31
1.3.2 Regime fisco-financeiro e a alocação dos recursos em renda fixa	36
1.3.3 Mercado de capitais, CNF e o ativismo dos investidores institucionais	39
1.4 Considerações finais	49
2 HETEROGENEIDADE DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: EVIDÊNCIAS ENTRE COMPANHIAS NÃO FINANCEIRAS BRASILEIRAS.....	51
2.1 Introdução	51
2.2 Estado da arte das metodologias de classificação dos investidores institucionais....	52
2.3 Metodologia	58
2.3.1 Métodos de Análise	58
2.3.1.1 Análise fatorial: análise dos componentes principais.....	58
2.3.1.2 Análise de <i>clusters</i>	60
2.3.2 Amostra do estudo	61
2.3.3 Variáveis explicativas.....	65
2.4 Resultados.....	71
2.4.1 Análise fatorial: fatores do perfil de investimento dos investidores institucionais 71	
2.4.2 Análise de <i>cluster</i> : agrupamentos dos investidores institucionais a partir da heterogeneidade no seu perfil de investimento	78
2.5 Considerações finais	83
3 A INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS SOBRE A GESTÃO ESTRATÉGICA DAS CORPORAÇÕES NÃO FINANCEIRAS: EVIDÊNCIAS DO CASO BRASILEIRO	85
3.1 Introdução	85

3.2	Financeirização, <i>shareholder value</i> e papel dos investidores institucionais no âmbito corporativo	86
3.3	Metodologia	90
3.3.1	Modelagem Econométrica	90
3.3.2	Variáveis explicativas e dados utilizados	94
3.4	Resultados	103
3.5	Inferências a partir dos resultados obtidos	107
3.6	Considerações finais	110
	CONCLUSÃO	112
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	118
	ANEXOS	126

INTRODUÇÃO

No fim do século XX, os investidores institucionais, definidos pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) como um grupo formado por fundos de investimento, seguradoras e fundos de pensão, tornaram-se os principais gestores das poupanças individuais (PLIHON, 1999). Devido à elevada concentração de capital, passaram a ser considerados agentes-chave do sistema financeiro por diferentes abordagens teóricas. Sua importância é usualmente atribuída ao papel de intermediários financeiros e, por consequência, ao fato de figurarem como uma potencial fonte de recursos e liquidez aos mercados financeiros. Isso porque, tal papel permite que os investidores institucionais exerçam influência não somente sobre as estratégias de financiamento e investimento das corporações não financeiras (CNF), mas também sobre a própria economia.

Para a literatura econômica *mainstream*, a maior integração financeira, traduzida, principalmente, na desregulamentação e liberalização dos sistemas financeiros domésticos aos influxos de capitais internacionais, assim como nas políticas públicas levadas à cabo para atrair o capital estrangeiro, promoveria o aprofundamento do mercado financeiro (LEVINE, 1997; ARESTIS *et. al.*, 2001; BECK e LEVINE, 2001, 2002). Aceita essa premissa, os investidores institucionais teriam papel determinante no crescimento econômico uma vez que este último estaria diretamente relacionado à atuação destes agentes no mercado financeiro doméstico (MERTON e BODIE, 1995; BLOMMESTEIN e FUNKE, 1998; VITTAS, 1998; DAVIS e STEIL, 2001; HARICHANDRA e THANGAVELU, 2004; OECD, 2014; RANCIÈRE e TORSELLI, 2016). Ou seja, a atuação dos investidores institucionais reduziria a assimetria de informação e, conseqüentemente, otimizaria a alocação de recursos e a eficiência do sistema financeiro – estas últimas necessárias ao crescimento econômico no longo prazo.

No âmbito corporativo, tais investidores atuariam como fonte de liquidez e financiamento do investimento produtivo, principalmente em economias emergentes (EE) (OECD, 2014). Por um lado, à natureza majoritariamente de longo prazo dos passivos de alguns investidores institucionais somar-se-iam as baixas taxas de juros vigentes nas economias avançadas e a volatilidade dos mercados de ações para justificar a alocação de recursos em ativos de mais longo prazo e retorno, mesmo que com maior risco. Por outro lado, EE deveriam implementar políticas e reformas estruturais cujo foco seria ampliar o grau de confiança do setor privado, garantindo a atração do capital institucional e o desenvolvimento de seus sistemas financeiros – fortemente dependentes dos bancos (OECD, 2014).

No entanto, apesar de ter sido observada uma tendência de diversificação da carteira dos investidores institucionais associada às novas classes de ativos e à alocação de recursos em diferentes países, não houve indícios de aumento do nível de investimento institucional no setor produtivo a longo prazo – inclusive em economias avançadas (OECD, 2014). Além disso, no contexto mais geral de queda da taxa de acumulação da economia norte-americana, emergiu uma literatura cujas questões colocadas eram críticas, entre outros fatores, às premissas assumidas pela literatura econômica *mainstream* quanto aos benefícios da maior integração financeira.

O termo financeirização foi cunhado para descrever a consolidação de um novo regime de acumulação, caracterizado pelo entrelaçamento estrutural entre a riqueza produtiva e a financeira, com a possibilidade de dominância da última sobre a primeira. Como tal sobreposição teria sido introjetada à estratégia de concorrência, gestão e valorização da riqueza, a literatura sobre o tema advertiu sobre os potenciais impactos negativos derivados da nova lógica de gestão da política pública, do portfólio dos investidores e das próprias CNF (AGLIETTA, 2000; CROTTY, 2002; EPSTEIN, 2005; KRIPPNER, 2005).

Neste cenário, de maior desenvolvimento, aprofundamento e integração dos mercados financeiros, o principal, senão o único, critério de avaliação do desempenho das diferentes instituições do mercado se limitaria, essencialmente, as métricas financeiras de geração de valor. Devido tanto à elevada concentração de recursos quanto à necessidade de maximização do retorno de seus próprios portfólios, os investidores institucionais teriam papel de destaque. Nesse caso, a pressão por eles exercida pelo retorno sobre o capital investido os tornaria um potencial meio de financeirização da economia (CROTTY, 2005; STOCKHAMMER, 2004; ORHANGAZI, 2008; GUTMANN, 2008).

No âmbito corporativo, a gestão empresarial se adequaria a uma lógica proeminente de valorização patrimonial – *‘portfolio view of the firm’*. Maiores investimentos financeiros somados às crescentes transferências na forma de juros, dividendos e recompra de ações, caracterizariam um modelo de gestão que Lazonick e O’sullivan (2000) designaram ‘diminuir e distribuir’, em detrimento do modelo observado durante o capitalismo gerencial do ‘reter e reinvestir’, reiterando o princípio da maximização do valor ao acionista como o principal instrumento de governança corporativa. O ativismo dos investidores institucionais como acionistas, portanto, poderia centrar-se na obtenção de retornos imediatos, evidenciados por métricas financeiras, potencialmente descoladas da atividade produtiva.

Em suma, a literatura *mainstream* já havia identificado os investidores institucionais como potenciais promotores dos mercados financeiros nacionais e,

consequentemente, do crescimento econômico. A literatura a respeito da financeirização, ao suscitar novos questionamentos a respeito dos impactos do novo regime de acumulação, também atribuiu a tais investidores uma significativa importância. No entanto, assim como a própria literatura em finanças, suscitou a possibilidade de esta última associar-se majoritariamente à miopia quanto aos retornos sobre os investimentos – sendo esta potencialmente lesiva à sustentabilidade corporativa e à estabilidade econômica (ERIKSEN e KVALØY, 2010).

A falta de consenso sobre quais investidores teriam um perfil de mais curto ou longo prazo, somada à incipiente literatura tanto sobre os elementos intermediadores do modo de atuação dos investidores institucionais em EE quanto sobre o portfólio e influência destes agentes no âmbito corporativo brasileiro, figura entre as principais justificativas para o desenvolvimento desta pesquisa. Não obstante, empreender um estudo mais aprofundado a respeito do perfil de investimento dos investidores institucionais acionistas de companhias brasileiras é de particular importância frente à dificuldade de se elevar os investimentos em um país onde o financiamento de longo prazo é um dos gargalos fundamentais da economia.

O objetivo principal desta tese é mapear a atuação e avaliar a influência dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro. Para tanto, é proposta uma sistematização da literatura recente a respeito da financeirização em EE, cujo propósito é identificar quais os principais condicionantes que devem ser considerados na devida análise da dinâmica financeirizada a que se sujeitaram estes países – em particular, o Brasil. Feito isso, recorre-se à literatura de finanças para questionar a suposição de que os investidores institucionais formam um grupo homogêneo de agentes. Ou seja, é aceita a premissa de que dois investidores com uma mesma natureza legal – por exemplo, dois fundos de pensão –, podem ter perfis de ativismo absolutamente distintos. Recorre-se, portanto, a metodologias de classificação e agrupamento dos investidores institucionais a partir de informações sobre as suas principais características e perfil de investimento. Por fim, uma vez resgatados os elementos necessários ao melhor entendimento do papel dos investidores institucionais na dinâmica da financeirização existente no Brasil, são avaliados os impactos da participação acionária destes agentes sobre as políticas de investimento em ativos financeiros e distribuição de dividendos por CNF, levando em consideração a possível heterogeneidade entre tais agentes.

A hipótese subjacente à discussão proposta é que a alocação de recursos em CNF, assim como o tipo de influência exercida por investidores institucionais sobre as estratégias corporativas, não é uniforme, dependendo tanto das características e perfil de investimento de cada investidor quanto do quadro institucional do país em que atuam. Ou seja, o papel exercido

pelos investidores institucionais no âmbito corporativo nacional não necessariamente corresponderá ao padrão consolidado pelas discussões realizadas pela literatura internacional – majoritariamente focadas no caso das economias avançadas.

Tal iniciativa contribui para a literatura econômico-financeira em diferentes frentes. Em primeiro lugar, parcela significativa dos trabalhos sobre o tema foca nos impactos da financeirização sobre o comprometimento não só da saúde financeira de empresas sólidas e relevantes socialmente – ao desincentivar o investimento em atividades produtivas, podendo torná-las mais alavancadas e voláteis –, como também sobre a competitividade das economias nas quais tais corporações estão situadas (DAVIS, 2013; KLIMAN e WILLIAMS, 2014). Apesar de reconhecer a importância de tais aspectos como justificativa para o estudo do tema, esta tese parte desta mesma abordagem para questionar não os efeitos, mas as possíveis causas da imposição de uma lógica financeirizada sobre as CNF. Ou seja, questiona-se o papel dos investidores institucionais na potencial retroalimentação da dinâmica de acumulação evidenciada no capitalismo contemporâneo.

Em segundo lugar, o trabalho avança na discussão acerca dos determinantes e dos efeitos da atuação dos investidores institucionais em EE. O capítulo 1, ao utilizar como referencial teórico a literatura sobre a financeirização, discute a complexa interação entre a alocação de recursos por investidores institucionais em EE e fatores inter-relacionados, como a inserção assimétrica no mercado financeiro e monetário internacional, as políticas econômicas levadas a cabo no contexto da liberalização e desregulamentação financeira e o limitado desenvolvimento do mercado de capitais doméstico. Busca-se, portanto, identificar quais aspectos do âmbito histórico-institucional brasileiro atuam como condicionantes da atuação dos investidores institucionais no país.

Em terceiro lugar, a tese avança tanto por identificar os investidores institucionais que atuam no mercado acionário brasileiro quanto por considerar o perfil do investimento empreendido por cada um destes agentes – indicando em que aspectos estes se assemelham e diferenciam. As pesquisas empíricas mais recentes sobre o tema fornecem indícios de que os investidores institucionais não formam um grupo homogêneo de agentes (BUSHEE, 1998, 2001, 2004; DAVID *et al.*, 2001; CHEN *et al.*, 2007; FERREIRA e MATOS, 2008; BROSSARD *et al.*, 2013; ÇELIK e ISAKSSON, 2013; KATAN e MAT NOR, 2015). No entanto, além do foco nas economias avançadas, a maioria dos estudos sobre a heterogeneidade dos investidores institucionais consideraram características gerais para formar os grupos de investidores – por exemplo, se *asset manager*, fundo de pensão ou seguradora. O Capítulo 2 agrega à discussão ao recorrer às análises fatorial e de *cluster* para diferenciação e agrupamento

de 346 investidores institucionais acionistas de CNF brasileiras no período 2011-2016. Ou seja, são utilizadas metodologias cujo objetivo é captar a heterogeneidade entre os investidores a partir tanto de suas principais características quanto do seu perfil de investimento.

Aprofundar a análise acima exposta não só permite esclarecer aspectos subjacentes às justificativas para a elaboração desta tese, mas também se coloca como base para a discussão realizada no Capítulo 3, quando a influência dos investidores institucionais sobre as estratégias corporativas é avaliada empiricamente no Brasil. Ou seja, consideram-se aspectos do ambiente institucional doméstico discutidos no Capítulo 1, assim como incorpora-se a heterogeneidade captada pelas análises empreendidas no Capítulo 2, na avaliação da existência e do tipo de influência exercida por cada tipo de investidor institucional sobre o comportamento dos gestores no sentido de uma maior financeirização das CNF brasileiras. Um modelo com dados em painel é estimado pelo Método dos Momentos Generalizado Sistêmico (GMM-Sys) a partir de uma amostra de 261 empresas cujos indicadores econômico-financeiros referem-se ao do período 2010-2016.

Espera-se fornecer evidências analíticas e empíricas de que os resultados obtidos pela literatura internacional não necessariamente se aplicam ao caso brasileiro. Ou seja, verificar-se-á qual grupo de investidores efetivamente influencia a gestão estratégica das CNF nacionais de modo a responder se há um impacto negativo de investidores voláteis sobre o investimento produtivo ou uma influência contrária à financeirização exercida por investidores caracterizadamente conservadores, como os fundos de pensão.

Por fim, as conclusões do trabalho são apresentadas, apontando para uma breve discussão dos resultados obtidos, sendo também compartilhadas as limitações da análise e as perspectivas para futuras pesquisas. Em linhas gerais, o estudo fornece uma análise abrangente de como os investidores institucionais influenciam a tomada de decisão das CNF no Brasil. Os resultados oferecem *insights* úteis para os formuladores de políticas, em face da crescente influência dos investidores institucionais sobre os mercados financeiros. Além disso, também podem ser relevantes para executivos e *stakeholders* diante do papel desempenhado pelos investidores institucionais no âmbito da governança corporativa. Finalmente, as análises podem suscitar questões interessantes para a discussão acadêmica, sobre como os portfólios dos investidores institucionais impactam as estratégias corporativas em EE.

Capítulo 1

FINANCEIRIZAÇÃO E INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: FATORES CONDICIONANTES DA SUA ATUAÇÃO EM ECONOMIAS EMERGENTES

1.1 Introdução

Apesar de sua reconhecida importância, a conceituação do fenômeno da financeirização na literatura é controversa. A causa pode ser atribuída ao fato de o termo, por abranger uma ampla gama de mudanças estruturais pelas quais vêm passando o capitalismo contemporâneo, adequar-se a diferentes âmbitos de análise. Apesar de compartilharem o mesmo objeto de estudo – a ascensão e primazia das finanças –, cada abordagem enfatiza aspectos distintos do mesmo, tornando-se, portanto, instrumentos complementares de análise.

Esta tese parte de uma abordagem sistêmica que define a financeirização como um novo regime de acumulação, marcado por um entrelaçamento estrutural entre a riqueza produtiva e a financeira, com a possibilidade de sobreposição da última sobre a primeira (KRIPPNER, 2005). Além disso, em consonância com Duménil e Lévy (2005), defende-se haver uma hierarquia entre as transformações pelas quais passaram as economias mundiais a partir da década de 1970. A redução do papel do Estado frente ao do mercado, o aumento do fluxo internacional de capitais e o crescimento das operações financeiras nacionais e internacionais são considerados reflexos da hegemonia financeira imposta após um período de intensa regulação durante a *Golden Age* (CROTTY, 2002).

Neste contexto histórico específico, a dominância financeira passa a ser observada nos mais diferentes aspectos da economia e da sociedade (EPSTEIN, 2005). Ou seja, a gestão de recursos, em diferentes âmbitos, por diferentes agentes, acaba por se alinhar a uma lógica proeminente de valorização patrimonial – sem necessariamente haver respaldo produtivo equivalente (BRAGA, 1998; AGLIETTA, 2000; CROTTY, 2002, 2005; GUTMANN, 2008; ORHANGAZI, 2008). Em outras palavras, altera-se a estratégia de concorrência, gestão e valorização da riqueza, com impactos diretos sobre a gestão da política pública, do portfólio dos investidores e das corporações (LAZONICK e O’SULLIVAN, 2000; KRIPPNER, 2005; BECKER *et al.*, 2010).

No entanto, como enfatizado por Bonizzi (2013), a financeirização não tem caráter linear. Apesar de a definição do termo proposta anteriormente ser adequada, em muito devido ao seu grau de generalização, não apreende por completo a complexa dinâmica a que se sujeitam

as EE¹ – tanto comparativamente aos países avançados quanto entre elas próprias. Ou seja, a dinâmica de países emergentes, assim como a de um país em particular, pode não se dar da mesma maneira, com a mesma intensidade e com as mesmas consequências que a dos países avançados. Notadamente, nas EE, é possível haja particularidades relevantes – que, inclusive, motivaram estudos mais recentes a focarem na financeirização destes países (DEMIR, 2007, 2009; BECKER *et al.*, 2010; KARWOWSKI e STOCKHAMMER, 2017; KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2018; BORTZ e KALTENBRUNNER, 2018).

Tais pesquisas consideram uma série de aspectos particulares às EE, tais quais: a posição subordinada das moedas periféricas no hierárquico sistema monetário e financeiro internacional, o histórico das políticas de liberalização e desregulamentação da economia, o consequente papel desempenhado pelo Estado na financeirização, assim como os efeitos destes fatores sobre a valorização da riqueza. Tais aspectos delimitam uma dinâmica diferenciada de financeirização, na qual os investidores institucionais têm um papel relevante. No entanto, apesar de a literatura reconhecer a importância destes agentes, há uma notória escassez de estudos sobre os condicionantes da sua atuação em EE².

O objetivo deste capítulo é criar um arcabouço analítico para embasar a análise do modo de atuação dos investidores institucionais e da sua influência sobre a financeirização das CNF no Brasil. A hipótese é que a interação entre fatores, instrumentos e atores exógenos à economia doméstica e aspectos particulares ao arranjo institucional local condicionam a atuação destes agentes.

Espera-se, a partir de tal resgate teórico e analítico, esclarecer quais as especificidades dos sistemas financeiros dos países emergentes em geral, e do Brasil em

¹Alguns trabalhos utilizam o termo países em desenvolvimento e emergentes (como BONIZZI, 2013; 2017a; 2017b; KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2015). Além de se alinhar ao argumento apresentado por parte da literatura de que a dinâmica da financeirização se dá de forma no mínimo limitada em países em desenvolvimento – frente ao evidente subdesenvolvimento do, se existente, sistema financeiro –, este trabalho se baseia e exemplifica sua análise a partir de considerações acerca do caso brasileiro, país de renda média. Por tais razões, adota-se o termo *emerging markets economies* (economias emergentes ou EE, em português). No entanto, respeita-se, na revisão bibliográfica e na análise de parte dos dados, a expressão utilizada pelo autores referenciados ou compatível com a amostra de referência.

² Outra literatura que reconhece e analisa a importância dos investidores institucionais é a associada ao termo *Money Manager Capitalism*. Tal literatura se baseia fortemente no questionamento aos efeitos da lógica da maximização do valor para o acionista, figurando, assim, como uma vertente crítica à teoria da agência. No entanto, a literatura sobre a financeirização em EE se demonstra como a mais adequada às discussões realizadas nesta pesquisa. Isso porque, aborda aspectos que se colocam como relevantes para o aprofundado entendimento da problemática aqui discutida. Em particular, a literatura sobre EE parte de questões macroeconômicas para analisar o âmbito corporativo. Ou seja, neste último caso, a inserção assimétrica das EE é levada em consideração na análise das mudanças não só no comportamento dos agentes e das instituições, mas de sua interação. A escolha metodológica usada nesta pesquisa é partir das mesmas questões, de forma que a literatura sobre EE se torna uma referência mais coerente, ainda que não suficiente, para a análise dos condicionantes dos investidores institucionais no mercado de capitais brasileiro.

particular, condicionam e são influenciadas pelos investidores institucionais – entendidos como agentes-chave da dinâmica financeirizada a qual se sujeita a economia doméstica. Explicitar tal interação demonstra-se relevante para uma melhor compreensão da financeirização da economia, dinâmica esta notoriamente complexa. Esta última, por sua vez, viabiliza o esclarecimento da importância, modo de atuação e impactos da atuação dos investidores institucionais no mercado acionário doméstico.

De forma a atingir os objetivos propostos, o capítulo está organizado em dois tópicos além desta introdução e das considerações finais. O próximo tópico consiste em uma proposta de sistematização da literatura recente a respeito da financeirização em EE. A partir deste arcabouço, busca-se destacar alguns elementos fundamentais que devem ser considerados na análise mais aprofundada da importância e dos condicionantes dos investidores institucionais no caso específico do Brasil.

1.2 Financeirização em EE: uma proposta de sistematização da literatura

Uma série de estudos recentes tem buscado verificar as especificidades da dinâmica da financeirização em EE. Naturalmente, existem diferentes formas de organizar esta literatura. Nesta seção, propõe-se uma sistematização a partir do que se interpretou como as duas principais vertentes para atender ao objetivo deste capítulo. O foco de cada uma delas reside: (i) em aspectos da economia internacional, destacando a dinâmica macroeconômica de tais economias e sua relação com a financeirização e; (ii) no papel do Estado como propulsor da financeirização de EE, a partir da abordagem regulacionista. Além disso, é feita uma breve revisão dos estudos empíricos sobre o tema de modo a ilustrar algumas das discussões analíticas propostas – ou seja, as diferenças da financeirização entre EE e economias avançadas, apontando particularidades presentes na dinâmica à qual se sujeitam as primeiras.

No primeiro bloco de autores analisados, a premissa subjacente à discussão sobre a financeirização é a posição subordinada das EE e, associadamente, de suas moedas, em um sistema monetário e financeiro internacional hierarquizado. Tal subordinação torna a financeirização parte e consequência da interação de fatores exógenos com impactos diretos sobre as práticas e relações financeiras internas. Como consequência, verificam-se reflexos sobre o investimento produtivo, a volatilidade cambial, o crescimento econômico e, em última instância, sobre o próprio desenvolvimento econômico (BORTZ e KALTENBRUNNER, 2018; KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2018).

O ponto chave de tais investigações reside na hierarquia internacional de moedas. Alicerçado no trabalho seminal de Keynes (1936), em particular na teoria da preferência pela

liquidez proposta pelo autor, embasa-se a premissa de que moedas são ativos com prêmios de liquidez distintos. Tais diferenças, por sua vez, são determinantes de uma hierarquia liderada pelo dólar – devido à elevada liquidez subjacente à sua utilização como moeda chave do sistema (DE PAULA *et al.*, 2017; DE CONTI *et al.*, 2014; ANDRADE e PRATES, 2013; DOW, 1999).

A importância deste resgate para o tema discutido neste capítulo reside nos impactos desta configuração sobre o diferencial de juros e câmbio entre os títulos denominados em moeda doméstica e os denominados em moedas com maiores prêmios de liquidez. Enquanto os Estados Unidos da América (EUA), país emissor da moeda chave, assim como os países emissores das demais moedas no topo da hierarquia, possuem maior margem para pagar menores taxas de juros, países com moedas periféricas se veem obrigados a compensar esta posição, oferecendo taxas de juros mais elevadas e, portanto, mais atrativas para os investidores.

Neste contexto, apesar de em períodos de menor aversão ao risco haver um elevado influxo de capitais para as EE, qualquer mudança adversa nas expectativas dos investidores em relação ao cenário econômico faz com que estes recorram à moeda chave – frente ao aumento da preferência da liquidez associada à maior incerteza. Ou seja, são atraídos para as EE investidores avessos ao comprometimento dos recursos no longo prazo, motivados essencialmente pelo diferencial de retorno (KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2015). O caráter de curto-prazo e especulativo das operações sujeita os países emissores de moedas periféricas – que não desempenham as funções da moeda no plano internacional – a uma crescente vulnerabilidade externa.

Além disso, os fluxos não se alteram somente em termos quantitativos, mas também qualitativos. Em cenários caracterizados pela calma, são atraídos aos mercados emergentes novos tipos de investidores institucionais – além dos tradicionais fundos dedicados – com perfis de investimento e financiamento heterogêneos, mas cujo objetivo principal seria obter lucros no curto-prazo. Como sintetizam Kaltenbrunner e Paineira (2015, p. 2) para o caso brasileiro:

“Brazil has seen an unprecedented surge of short-term foreign capital inflows as its financial assets have transitioned from being the target of a few specialized investors to becoming a standard part of international portfolios. (...) In addition, foreign investors have targeted an increasingly complex set of domestic financial assets, aimed at generating profits from trading rather than from long-term investments”

Uma vez que os investidores institucionais são responsáveis pela administração de grandes quantias, qualquer mudança em suas estratégias de alocação do portfólio tem um impacto expressivo sobre: as empresas das quais são acionistas, o mercado acionário dos países investidos e os próprios fluxos de capitais internacionais (KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2018).

Não obstante, como sintetizado por Kaltenbrunner e Paineira (2018), a posição das moedas periféricas na hierarquia internacional tem outros dois efeitos principais. O primeiro está associado à acumulação de reservas, o que leva a alterações na estrutura do balanço dos bancos domésticos – tanto no lado do ativo quanto no do passivo. O segundo recai sobre as próprias CNF. Neste último caso, as elevadas e repentinas mudanças nos fluxos de capitais e na taxa de câmbio acabam por impactar decisões relativas ao investimento em ativos financeiros, à receita e despesa financeira e ao financiamento via mercado, principalmente em moeda estrangeira.

A sujeição não só das CNF, mas da economia doméstica com um todo às mudanças intensas e abruptas nos fluxos de capitais e, conseqüentemente, na taxa de câmbio, independentemente dos fundamentos e da conjuntura econômica do país, define o que Kaltenbrunner e Paineira (2015) denominam como Nova Forma de Vulnerabilidade Externa (em inglês, *New form of External Vulnerability* ou *NFEV*). Por um lado, como argumentado anteriormente, esta nova forma de vulnerabilidade é consequência das mudanças estruturais na forma de integração dos países em desenvolvimento e emergentes no sistema monetário e financeiro internacional; por outro lado, confirma a vulnerabilidade característica dos fluxos internacionais de capitais.

Neste contexto, Bortz e Kaltenbrunner (2018) afirmam que a inserção subordinada das economias em desenvolvimento e emergentes no sistema monetário e financeiro internacional fomenta o subdesenvolvimento econômico uma vez que reforça o caráter subordinado de suas experiências de financeirização. A volatilidade dos fluxos internacionais tem impactos diretos sobre o comportamento da própria moeda. A volatilidade do câmbio, somada ao risco de depreciações abruptas, reitera a aversão dos investidores estrangeiros a comprometer, por um período mais longo, seus recursos em ativos denominados nestas moedas, consubstanciando a posição subordinada das mesmas na hierarquia internacional.

Em outras palavras, a alocação de portfólio dos investidores estrangeiros é quase que exclusivamente pautada pelo diferencial de juros e câmbio. Tal fato, somado ao relativo curto prazo de vencimento de muitos dos ativos detidos por não residentes, torna-os extremamente sensíveis a quaisquer mudanças na taxa esperada de retorno (MIYAJIMA e SHIM, 2014; KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2015). Ou seja, mudanças na política monetária norte-americana ou na percepção de risco global têm impactos diretos sobre o preço dos ativos do país receptor, bem como sobre sua taxa de câmbio e suas reservas, impactando os investimentos produtivos e a competitividade destas economias, independentemente da conjuntura econômica doméstica (REY, 2013, 2014).

Os impactos das mudanças na política monetária norte-americana sobre as EE levaram autores pós-keynesianos a cunhar o termo “*privatised keynesianism*”³ (CROUCH, 2009; BELLOFIORE e HALEVI, 2012). Segundo Bonizzi (2017a), tal aspecto é crucial para o comportamento dos fluxos internacionais para países em desenvolvimento e, portanto, para a financeirização dos mesmos. O argumento do autor é que o atual estágio da financeirização nos países avançados requer e deriva da adoção de uma política econômica particular pelos EUA. Esta última é caracterizada tanto por uma política monetária expansionista (voltada à valorização dos ativos) quanto pelas baixas taxas de juros e expansão do crédito (necessárias à primeira). Tais fatores seriam determinantes do diferencial de juros anteriormente descrito, implicando a busca das instituições financeiras internacionais por maiores retornos (devido ao menor *benchmark*).

Para o autor, o “*keynesianismo privatizado*” – somente possível em um sistema monetário e financeiro hierarquizado – é o que implica a participação dos países em desenvolvimento na dinâmica da financeirização como receptores de fluxos de capital estrangeiro em busca de ativos com elevados retornos. Em suas palavras (p. 27):

“With ‘safe’ returns in the form of interest income declining, they [institutional investors] need to look for alternative sources to generate profits as well as facing their long-term commitments in the case of pension funds and insurance companies.”

A liberalização e a desregulamentação financeira, portanto, podem ser consideradas produto da natureza da política econômica subjacente à dinâmica da financeirização dos países avançados. Impulsionados por organizações multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, várias EE vivenciaram um processo coetâneo de remoção de controles de capitais, favorecendo a competição por fluxos de capitais internacionais via elevadas taxas de juros (BIN, 2016).

Obteve-se como resultado um grande aumento do investimento direto estrangeiro e de portfólio em EE. A atração destes recursos foi igualmente desencadeada tanto pela liberalização e desregulação do mercado financeiro quanto pela busca por retornos. No entanto, como salientado por Bortz e Kaltenbrunner (2018), a financeirização em economias em

³ Segundo Crouch (2009), após a segunda guerra mundial houveram dois regimes políticos nos países avançados. O primeiro, o keynesianismo, foi caracterizado pela gestão pública da demanda. O segundo, apesar de usualmente caracterizado pelo liberalismo econômico, esteve calcado no entrelaçamento entre o endividamento privado das classes baixa e média e a desregulação do mercado de derivativos, fazendo com que o keynesianismo original fosse então privatizado. Para Bonizzi (2017a), o conceito pode ser resumido como um regime político que definiu baixas taxas de juros e valorização de ativos como os alicerces da financeirização em economias avançadas. Para a discussão proposta nesta pesquisa, a principal consequência do “*privatised keynesianism*” foi a contradição entre a implementação de políticas econômicas ditas liberais em EE e o elevado intervencionismo estatal em prol de grupos financeiros privados, em particular, os internacionais.

desenvolvimento e emergentes veio acompanhada de mudanças nas relações e práticas financeiras dos agentes econômicos. As mudanças na forma de regulação incluíram adequações na estrutura institucional de órgãos de decisão relevantes, como, por exemplo, na forma de regulação estatal.

O segundo bloco de autores analisados, tendo como referência a teoria regulacionista, salienta a importância não só dos fluxos de capitais, mas também, e principalmente, das políticas econômicas levadas a cabo tendo em vista atrair o capital estrangeiro (BECKER *et al.*, 2010; BIN, 2016). Elevadas taxas de juros e câmbio sobreavaliado garantiram a valorização do capital financeiro, do mesmo modo como foram legitimadas pelo combate à inflação e à fuga de capitais (BECKER *et al.*, 2010)⁴. Ou seja, o próprio Estado tornou-se fiador da financeirização em países periféricos.

Os efeitos negativos das políticas implementadas se fizeram sentir não somente sobre o déficit fiscal, mas também sobre o setor produtivo. No que tange a este último aspecto, vale ressaltar que a estrutura de valorização do capital no setor financeiro, descolada do produtivo, além de criar opções alternativas de lucro para capitalistas industriais e comerciais, fez com que o custo de oportunidade do capital se elevasse em EE.

Com foco no caso brasileiro, Bin (2016) chama a atenção para a contradição no fato de as políticas liberalizantes terem definido uma expansão financeira na qual o Estado teve papel determinante. Sob a égide do controle inflacionário, por um lado, os Estados encontram um meio de financiar seus déficits fiscais. Por outro lado, os investidores passam a ter disponíveis investimentos financeiros líquidos e seguros cuja rentabilidade usualmente supera a dos investimentos produtivos. A criação de tal alternativa de financiamento e lucro para, respectivamente, o Estado e os investidores, beneficia não somente os investidores externos, mas também os domésticos – que passaram a ter, em muitos casos, retornos mais elevados que os anteriormente disponíveis apenas para os investidores estrangeiros⁵.

⁴ O argumento central de Becker *et al.* (2010) é que déficits contínuos e crescentes na balança comercial e na conta corrente, somados ao aumento da dívida externa, expõem a fragilidade da financeirização das economias periféricas uma vez que não só restringem o desenvolvimento de setores produtivos, mas também implicam uma maior vulnerabilidade às crises.

⁵ Segundo Bruno e Caffé (2017), no Brasil, desde a década de 1970, a expansão financeira calcada na moeda indexada fez com que os ganhos inflacionários se tornassem uma modalidade de financeirização (acumulação rentista-financeira) fortalecedora do setor financeiro. Ou seja, no caso brasileiro, a financeirização teve início antes mesmo das políticas de desregulamentação e liberalização. Como será discutido mais adiante neste capítulo, a partir da década de 1990, principalmente após a estabilização monetária, tais ganhos foram substituídos pela renda de juros – viabilizada pelo endividamento público interno –, fazendo com que a hegemonia financeira atingisse novo patamar. Os autores denominaram a primeira fase da financeirização da economia brasileira como “hiperinflação” e a segunda como “hiperjuros”.

O papel do Estado na financeirização é um exemplo de como não somente a inserção assimétrica, mas também o que historicamente se altera e se desenvolve a partir da mesma interfere na dinâmica de financeirização em EE. Rethel (2010), alinhada às mesmas premissas de Bortz e Kakttenbrunner (2018) e de estudos com arcabouço regulacionista (BECKER *et al.*, 2010; BIN, 2016), cita Montgomerie (2006) para argumentar que a financeirização deve ser entendida como o ponto de partida de uma dinâmica mais ampla de interações sociais em constante mutação. Neste contexto, chama atenção para as relações entre o Estado e o capital financeiro que, somadas às reformas neoliberais, foram e permanecem sendo elementos-chave no caso das EE.

Karwowski e Stockhammer (2017) argumentam que compreender o que distingue as trajetórias de economias emergentes, não só em relação às avançadas, mas também entre elas, requer um estudo aprofundado de suas instituições e dinâmica interna. Em outras palavras, na opinião dos autores, atribuir a financeirização à liberação e desregulamentação financeira e, conseqüentemente, aos fluxos de capitais, não é suficiente.

A partir desta crítica, os autores sintetizam diferentes canais da financeirização em EE em fatos estilizados, utilizando-os para comparar 17 países da América Latina, Europa, África e Ásia – em contraste com as duas principais economias avançadas financeirizadas, EUA e Reino Unido. Os diferentes canais abarcam não somente a desregulação financeira e os influxos de capital estrangeiro, mas também a volatilidade no preço dos ativos, a mudança de um sistema financeiro *bank-based* para um *market-based* e o endividamento corporativo e das famílias.

Os resultados corroboram a premissa de que há uma expressiva heterogeneidade nas experiências de financeirização das EE. Enquanto os países latino-americanos, segundo as medidas utilizadas, possuem uma financeirização relativamente contida, a Ásia se destaca pela exposição aos influxos de capital (principalmente na forma de investimentos diretos estrangeiros), pela importância do mercado de ações e pelo endividamento do setor privado. Entre os países emergentes da Europa, assim como na África, observa-se uma pronunciada desregulamentação financeira somada ao crescente endividamento das famílias.

No entanto, apesar de haver diferenças entre a dinâmica da financeirização vivenciada por diferentes EE, prevalecem as semelhanças. Grande parte da literatura empírica reitera a importância dos fatores exógenos na imposição de um padrão nacional diferenciado basicamente do observado nos países avançados. No caso latino-americano, ao menos, a financeirização, apesar de relativamente limitada nos termos analisados por Karwowski e Stockhammer (2017), tem em comum o papel desempenhado pelo Estado como promotor do

investimento financeiro em títulos da dívida pública. Ou seja, o setor público teve um papel determinante na valorização patrimonial. A dinâmica financeirizada, contraditoriamente, apesar de alicerçada em políticas econômicas liberais, comportou elevado intervencionismo (BIN, 2016).

O trabalho de Correa *et al.* (2012) explora a financeirização no México de uma perspectiva histórica. Os autores subdividem o processo em três diferentes etapas, elencando aspectos generalizáveis para outras EE, como a abertura comercial, a desregulamentação financeira, as privatizações e as crises externas. Não obstante, e mais importante, os autores chamam atenção para o efeito da emissão de títulos públicos com altos rendimentos sobre a concentração da riqueza. Na opinião dos autores, coube ao Estado ofertar novas fontes de lucro para atores financeiros importantes no país, ampliando a parcela dos gastos públicos comprometida com rendas financeiras privadas.

Neste contexto, tem-se a consolidação da valorização da riqueza descolada da atividade produtiva e afiançada pelo dispêndio público, mas controlada majoritariamente por bancos e investidores institucionais. Ou seja, coetaneamente à inserção dos países em desenvolvimento na esfera financeira globalizada, têm-se a emissão de montantes crescentes de dívida pública detidos, principalmente, por investidores institucionais. O efeito distributivo do maior endividamento público, portanto, é concentrador, além de reiterar e ampliar o poder político de atores financeiros privados. Não obstante, a dependência econômica destes países em relação aos atores e mercados financeiros internacionais acaba sendo ampliada.

Demir (2007, 2009) parte da hipótese de que a liberalização financeira, somada ao arranjo institucional doméstico, implica o aumento do investimento em ativos financeiros em detrimento dos produtivos. Em linha com o que foi argumentado pela literatura com enfoque internacional, o aumento dos já elevados fluxos de capitais que se seguiu à liberalização financeira ampliaria a incerteza e a volatilidade no ambiente macroeconômico. A tais fatores somar-se-iam as imperfeições no mercado de crédito doméstico para implicar a redução do horizonte temporal dos investidores e, assim, alterar a política de investimento das CNF.

Ou seja, os investidores privilegiariam investimentos de curto prazo em detrimento da formação de capital a longo prazo, seja para beneficiar-se com ganhos especulativos, seja para proteger-se dos riscos. Tal mudança na alocação dos recursos, no entanto, só se concretizaria frente à ampliação do diferencial de retorno entre o investimento em ativos financeiros e produtivos. As oportunidades alternativas de investimento nos mercados financeiros, com elevadas taxas de retorno no curto prazo, por sua vez, concentrar-se-iam no mercado de renda fixa, mais especificamente na forma de títulos de dívida pública.

A partir de uma amostra de 321 companhias argentinas, mexicanas e turcas, analisadas semestralmente no período 1990-2003, os resultados obtidos por Demir (2009) confirmam as hipóteses propostas. O diferencial nas taxas de retorno entre o investimento financeiro e o produtivo, a incerteza macroeconômica (cambial e inflacionária) e o risco-país relacionam-se negativamente com o investimento produtivo nos três países. Além disso, também são encontradas evidências de um efeito positivo e estatisticamente significativo da disponibilidade interna de crédito sobre os investimentos reais. Por outro lado, apesar de o diferencial de retorno ter um efeito positivo sobre o investimento financeiro, a incerteza e o risco-país apresentam resultados diferentes a depender do país analisado. Enquanto no México a relação é positiva, na Argentina e na Turquia a menor incerteza macroeconômica implica aumento dos investimentos financeiros.

Com foco somente na Turquia, Akkemik e Özen (2014) também avaliam se questões estruturais do âmbito institucional doméstico (como imperfeições no mercado de capitais e restrição creditícia) e os riscos de origem macroeconômica são fatores essenciais na análise da alocação de recursos em investimentos produtivos por CNF. Segundo os autores, em linha com o argumento de Demir (2009), a opção das companhias por ampliar o investimento em ativos financeiros é absolutamente racional, principalmente se considerada a disponibilidade de títulos da dívida pública com elevado retorno e praticamente nenhum risco. A partir de uma amostra de 41 companhias, tendo sido considerado o período 1990-2002, os resultados não confirmam as hipóteses de haver relação entre as variáveis macroeconômicas e institucionais⁶ e o investimento em ativos financeiros.

A revisão da literatura proposta esclarece a complexidade subjacente ao estudo da financeirização em EE. Aspectos como a inserção assimétrica no sistema monetário e financeiro internacional, as adequações na forma de regulação estatal e sua relação com questões estruturais do arranjo institucional doméstico demonstram-se como fatores essenciais para a devida análise do processo. Afinal, não somente condicionam a maneira como se estabelecem as relações e práticas financeiras dos agentes econômicos, mas também retroalimentam a própria dinâmica diferenciada de financeirização da economia.

No entanto, apesar de a literatura reconhecer, por um lado, a complexidade inerente às relações entre os agentes econômicos e, por outro, a importância dos investidores institucionais nesta dinâmica, estes últimos não são foco da maioria das pesquisas. A próxima

⁶ Akkemik e Özen (2014) consideram as seguintes variáveis: laços com o governo, propriedade familiar e força de trabalho não sindicalizada, na análise das causas da financeirização das estratégias das CNF turcas.

seção visa, portanto, utilizar os elementos suscitados pela literatura com foco em EE na análise de dados que ilustram a importância e os condicionantes do modo de atuação dos investidores institucionais na dinâmica da financeirização brasileira. Ou seja, uma vez realizada a análise dos estudos empíricos dos outros países, a análise centra-se em uma economia em particular, propondo uma primeira aproximação do contexto no qual se inserem as análises desenvolvidas nos dois outros capítulos desta tese.

1.3 Financeirização e investidores institucionais: fatores associados à sua atuação em EE

A proposta desta seção é, a partir dos elementos analíticos apresentados na seção anterior, discutir alguns dos condicionantes do papel dos investidores institucionais na dinâmica da financeirização de um país em particular, o Brasil. Para tanto, sem recorrer a métodos que corroborem qualquer tipo de relação de causalidade, utiliza-se dados sobre a composição dos fluxos de capitais no Brasil e o perfil do mercado de capitais brasileiro para ilustrar, de forma exploratória e não exaustiva, a importância destes agentes, alguns fatores determinantes da sua atuação no país, assim como sua influência esperada sobre as estratégias corporativas das CNF nacionais.

A seção é subdividida tendo como base as duas vertentes definidas na seção anterior. Ou seja, parte-se do reconhecimento da inserção assimétrica no sistema monetário e financeiro internacional, mais especificamente, do impacto do diferencial de juros e câmbio sobre o comportamento dos investidores estrangeiros. Neste contexto, foca-se no papel do Estado, sendo analisada tanto a interrelação entre o mercado de títulos da dívida pública e o mercado acionário quanto os efeitos do primeiro sobre o custo de oportunidade do capital no Brasil. Por fim, a análise centra-se no impacto das interrelações descritas sobre o padrão de investimento, financiamento e governança corporativa das CNF, em particular, sobre a alocação de portfólio dos investidores institucionais em ações e, conseqüentemente, o nível esperado de influência.

1.3.1 Diferencial de retorno e curto-prazismo dos investidores institucionais

A literatura sobre financeirização internacional chama a atenção para a volatilidade dos fluxos internacionais de capital engendrada por agentes curto-prazistas, motivados essencialmente pelo diferencial de juros e câmbio – justificados pela inserção assimétrica das EE no sistema monetário e financeiro internacional, ao que se associa a posição subordinada de suas moedas na hierarquia do sistema global.

Para Kaltenbrunner e Paineira (2015, 2018), ocorreu nos últimos anos uma mudança qualitativa nos fluxos internacionais de capital. Do lado do investidor, evidenciou-se a alocação de uma parcela crescente da carteira de novos agentes, principalmente de investidores institucionais internacionais, em ativos de países em desenvolvimento e emergentes. Segundo Bonizzi (2017a), tal diversificação do portfólio dos investidores estrangeiros pode ser atribuída ao que se denominou “*privatized keynesianism*”, como abordado anteriormente.

Tal mudança pôde ser evidenciada pela expansão do mercado acionário das EE – cuja capitalização passou de quatro para 12 trilhões de dólares entre 2003 e 2014. Não obstante, os ativos de EE detidos por países avançados quintuplicaram no mesmo período, chegando a cerca de US\$2,4 trilhões em 2014. No que tange aos investidores institucionais, fundos privados direcionados para mercados emergentes captaram US\$226 bilhões entre 2008 e 2014, aumentando sua participação no total de captação de recursos privados globais de 12% para 13% (BONIZZI, 2017A). Segundo Kaltenbrunner e Paineira (2015), investidores institucionais estrangeiros aumentaram a alocação de ativos em ações de países em desenvolvimento e emergentes de menos de 2% em 2000 para 6% em 2010.

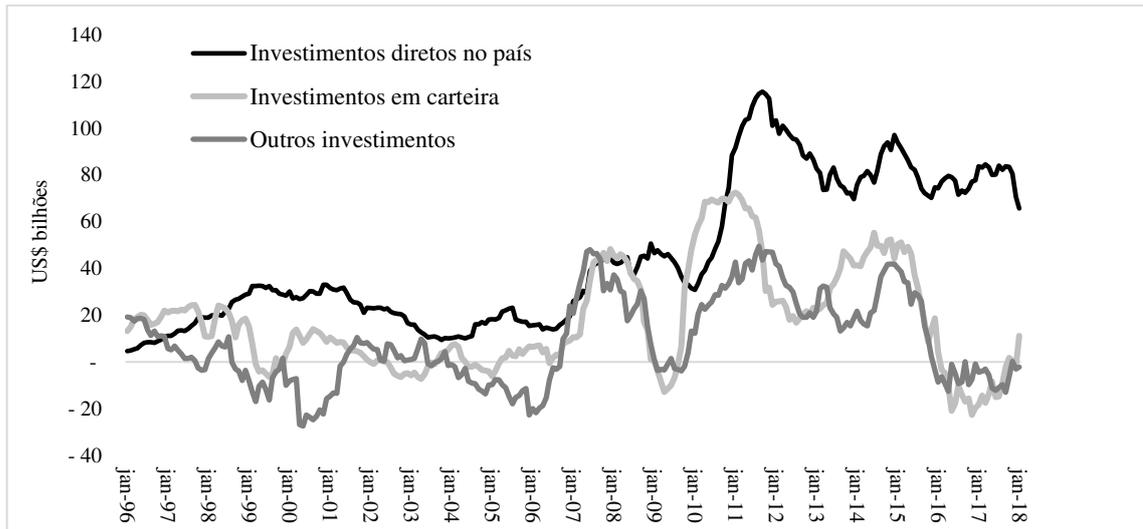
Em suma, os atores financeiros identificados pela literatura internacional como propulsores de uma nova forma de vulnerabilidade externa são, essencialmente, investidores institucionais estrangeiros (KALTENBRUNNER E PAINCEIRA, 2015). Ou seja, tais investidores, além de impulsionarem a financeirização internacional, implicando maior instabilidade (Kaltenbrunner e Paineira, 2018), têm sua atuação impulsionada pela própria financeirização, uma vez que são motivados pelo diferencial de retorno associado à inserção assimétrica destas economias no sistema monetário e financeiro internacional.

No Brasil, a liberalização e desregulação financeira observadas, principalmente a partir da década de 1990, estiveram entre os fatores históricos propulsores da sujeição da economia nacional ao comportamento dos fluxos internacionais de capital, especialmente os de portfólio. A análise dos dados evidencia a reação dos investidores estrangeiros à relação risco-retorno. Momentos em que o diferencial de juros e/ou a taxa de câmbio se alteram são marcados pela reação quase imediata destes agentes, cujo comportamento, como argumentado anteriormente, é usualmente associado às expectativas de curto-prazo, o que tanto implicaria maior instabilidade financeira quanto retroalimentaria a financeirização.

O Gráfico 1.1 demonstra o fluxo líquido de entrada de capital (por não residentes) no Brasil. Vale notar três aspectos de maior relevância e altamente relacionados entre si. O primeiro diz respeito às mudanças estruturais na composição do financiamento externo. As

modalidades “outros investimentos” e “investimentos em carteira”, apesar de voláteis, mantiveram-se em elevado patamar a partir de 2007, retraindo-se no período da crise de 2008, mas sendo retomados no imediato pós-crise.

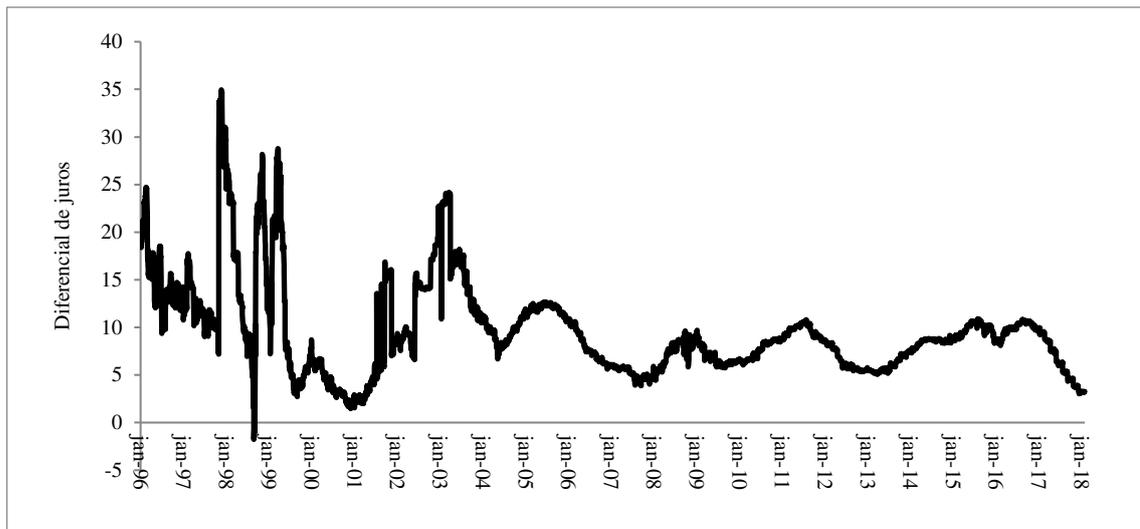
Gráfico 1.1 – Fluxos de não residentes (*inflows*) por categoria (US\$ bilhões), 1996-2018



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil.

O segundo aspecto refere-se à relação observada entre o diferencial de juros e câmbio e o comportamento dos investidores estrangeiros. O período pós-crise de 2008 ilustra esta dinâmica. Com as taxas de juros das economias avançadas reduzidas a níveis recordes, implicando aumento do diferencial de juros (Gráfico 1.2), a alocação do capital internacional em países como o Brasil parece ter sido motivada. Já a partir de 2010 os fluxos internacionais ultrapassaram o pico do período pré-crise, passando de US\$70 bilhões em janeiro de 2011 – um aumento de 33% em relação ao mesmo mês do ano anterior.

Gráfico 1.2 – Diferencial de juros, 1996-2018



Nota: Os valores referem-se à “taxa de juros livre de risco” definida como a diferença entre a Selic (a.a.) e a soma da *Fed Funds Rate* (a.a.) e do prêmio de risco-país (EMBI+).

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil e Federal Reserve Economic Data, Economic Research Division.

Neste contexto, é importante considerar que, já a partir de 2009, foram evidenciadas mudanças na gestão do regime de câmbio. A política cambial pós-crise atuou em duas frentes principais: acúmulo de reservas e imposição gradativa de controles de capitais, visando desestimular o ingresso dos fluxos atraídos pelo diferencial de juros e, assim, contrapor as pressões em prol da apreciação cambial (BIANCARELLI *et al.*, 2018; PRATES, 2015).⁷ O efeito se fez notar pela quase imediata queda do investimento em carteira – que, no entanto, seria retomado em 2013, mais uma vez, provavelmente devido ao diferencial de juros e à flexibilização dos controles, implicando nova piora na composição do financiamento.

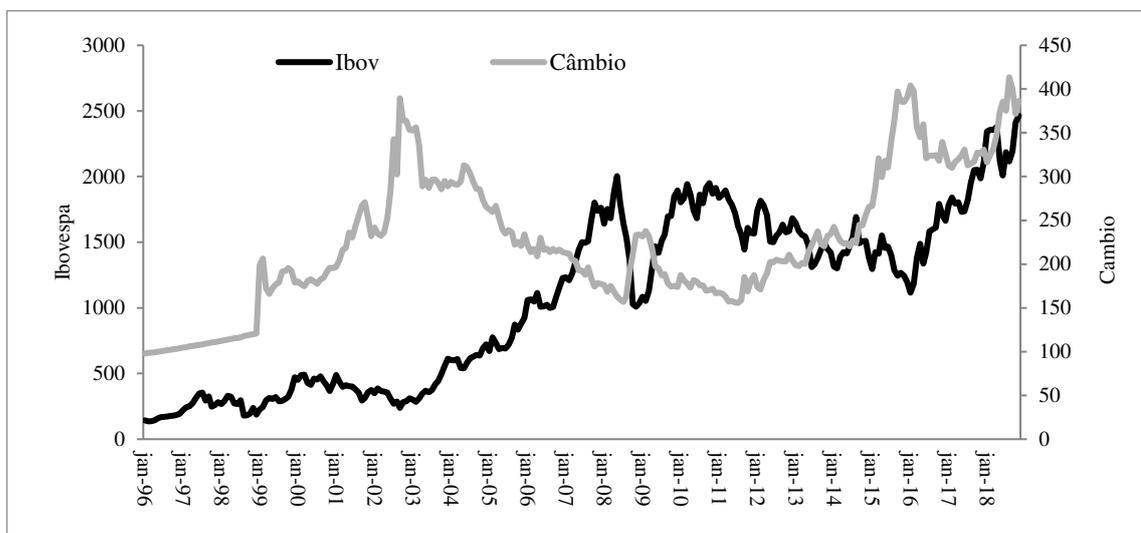
Além disso, apesar de a literatura referenciada neste capítulo enfatizar a exposição das EE às decisões dos investidores estrangeiros, cujos motivos parecem ser majoritariamente descolados dos fundamentos domésticos (KALTENBRUNNER e PAINCEIRA 2015; BORTZ e KALTENBRUNNER, 2018; BONIZZI, 2017a, 2017b), a retração nos fluxos observada em 2015 pode também ter tido um componente interno. Ou seja, apesar do aumento no diferencial de juros e da queda no preço dos ativos domésticos, a reversão do ciclo de liquidez global, somado à crise política e econômica nacional, podem estar entre os fatores determinantes da queda dos *inflows* (BIANCARELLI *et al.*, 2018).

Por outro lado, entre 2017 e 2018, observa-se uma retomada, ainda que tímida, dos investimentos em carteira, especialmente no mercado de capitais. Neste caso, se, por um lado,

⁷ A partir de outubro de 2010, a regulação assumiu caráter mais amplo, abordando não só controles de capitais e regulação prudencial, mas também derivativos cambiais (PRATES, 2015).

o mercado de renda fixa apresentou um desempenho relativamente pior, por outro, o Ibovespa seguiu em uma trajetória de aumento, ao que se somou à desvalorização cambial observada no período (Gráfico 1.3). Mais uma vez, encontram-se indícios da volatilidade destes investidores. Uma conjunção de fatores, entre eles, a queda da taxa de juros brasileira, a perda do grau de investimento e o aumento dos juros nos EUA, implicou a redução do diferencial de juros. Esta última, por sua vez, pode ter favorecido a queda dos *inflows*, ao que se seguiu uma realocação entre ativos de renda fixa e variável.

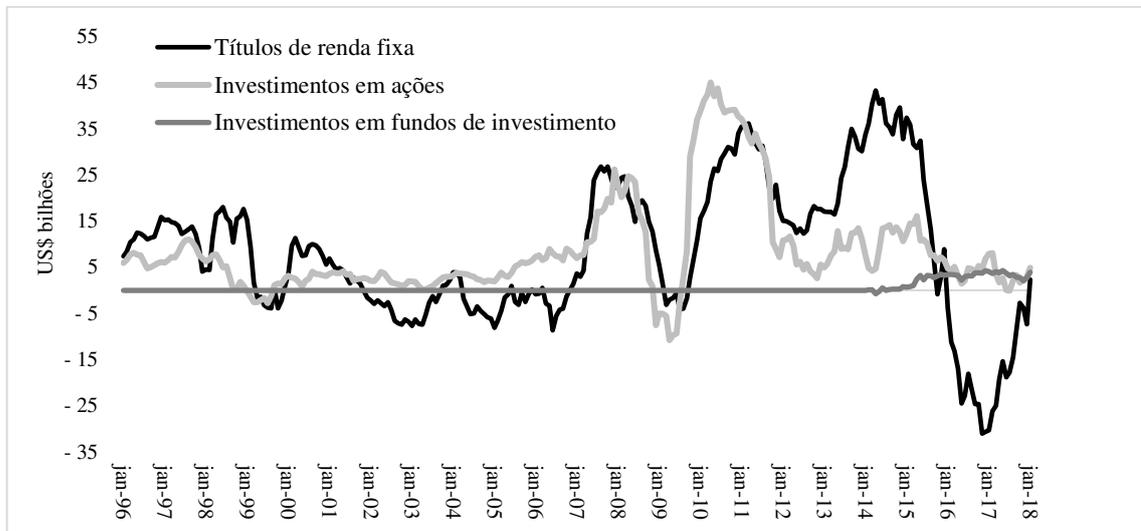
Gráfico 1.3 – Câmbio efetivo real e Ibovespa (jun-1994=100), 1996-2018



Fonte: Elaboração própria a partir da Economática.

O terceiro aspecto diz respeito, justamente, à alocação dos investimentos em carteira entre o mercado acionário e o de renda fixa. Como pode ser evidenciado pelo Gráfico 1.4, nos períodos em que se ampliou o diferencial de juros, os investimentos em carteira concentraram-se no mercado de renda fixa, como é o caso do final da década de 1990, dos períodos pré e pós-crise de 2008 e do intervalo 2013-2015.

Gráfico 1.4 – Investimento em carteira de não residentes por categoria (US\$ bilhões), 1996-2018



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil.

1.3.2 Regime fisco-financeiro e a alocação dos recursos em renda fixa

Como indicado pela literatura regulacionista, revisada no tópico anterior, o Estado tem papel determinante na decisão quanto à alocação de portfólio por investidores institucionais. Vale dizer, a financeirização nos países periféricos é fortemente associada à entrada de fluxos de capitais internacionais, justificando a adoção de políticas econômicas centradas na sua atração. Ou seja, as reformas liberalizantes e desregulamentadoras foram em grande medida justificadas pela necessidade de atrair a abundância de liquidez nos mercados internacionais em nome de um projeto de desenvolvimento econômico nos moldes do observado nas economias avançadas (BECKER *et al.*, 2010; BIN, 2016).

Segundo Bruno e Caffé (2017), a partir da década de 1990, o novo padrão neoliberal de inserção internacional – caracterizadamente subordinado – esteve associado à reestruturação do papel do Estado brasileiro no contexto da financeirização⁸. Somaram-se às alterações na forma de inserção internacional, as privatizações de empresas estatais e a reforma monetária – cujo marco foi a implementação do Plano Real – na definição de uma macroestrutura na qual as finanças públicas reforçaram sua subordinação aos ciclos financeiros internacionais e a valorização rentista baseada na variação do valor dos ativos financeiros. Nas palavras dos autores (p.1038):

⁸ Vale mencionar que, como salientado na nota 5, o início da financeirização da economia brasileira remonta aos anos 1970. No entanto, esse último se altera e se intensifica a partir dos anos 1990 com a elevação do grau de integração financeira.

“O Brasil torna-se um caso típico de regime fisco-financeiro no âmbito do qual as finanças públicas estão completamente subordinadas às finanças privadas e estas últimas plenamente inseridas no circuito de acumulação rentista patrimonial, característica dos processos de financeirização.”

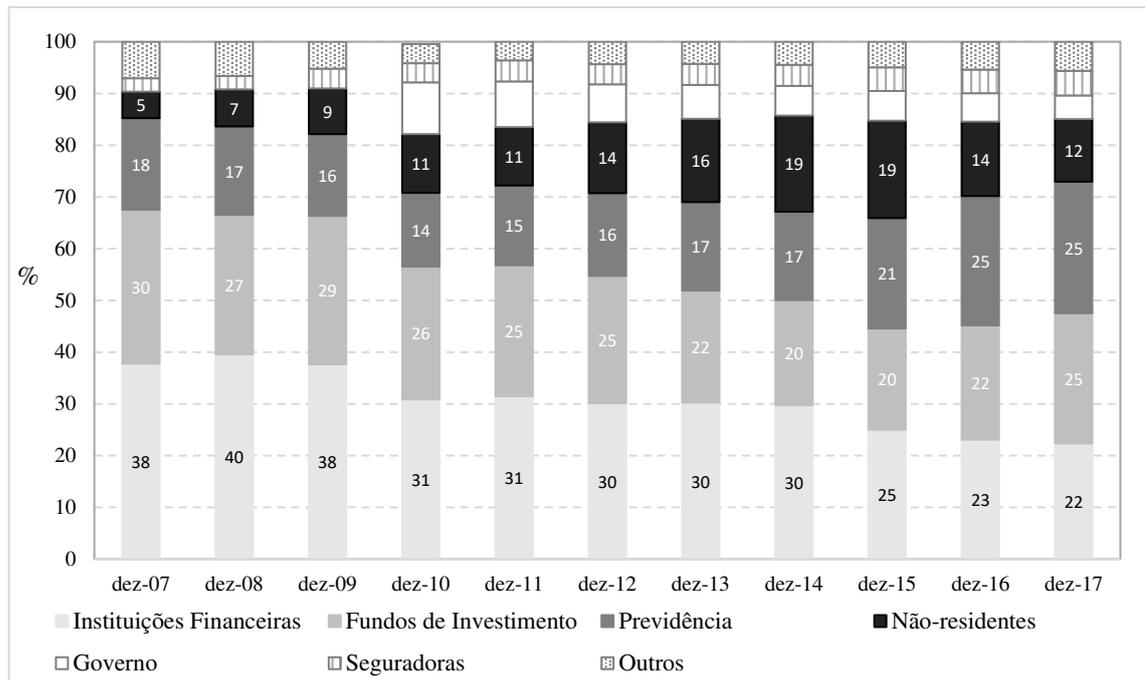
Segundo Bin (2016) tal processo implicou a reorganização das relações econômicas domésticas. A prioridade dada ao controle inflacionário e à atração da liquidez externa – traduzida na demanda dos investidores por maiores retornos – expandiu os meios pelos quais o Estado poderia financiar seus déficits fiscais, resultando na condução de uma política de valorização cambial, elevadas taxas de juros e expansão proporcional do mercado da dívida pública. Em outras palavras, coube ao Estado não somente promover a financeirização, mas também garantir a rentabilidade do capital financeiro ao torná-lo credor de sua própria dívida.

O autor sublinha que tal arranjo institucional permitiu aos próprios investidores brasileiros obter lucros a taxas muitas vezes mais altas do que aquelas anteriormente disponíveis apenas para investidores estrangeiros. Ou seja, como indicado na seção anterior, aspectos externos interagiram com instituições e estruturas locais, alterando também as práticas e relações financeiras domésticas em prol dos grupos econômicos privilegiados pela acumulação rentista-patrimonial em detrimento da acumulação produtiva (RETHEL, 2010; KARWOWSKI e STOCKHAMMER, 2017; BRUNO e CAFFÉ, 2017; BORTZ e KAKTENBRUNNER, 2018).

A existência de um lucrativo mercado de títulos da dívida pública, caracterizado por seus reduzidos riscos, condicionou a alocação de recursos por investidores institucionais em EE, entre elas o Brasil. Segundo Bonizzi (2017a), o mercado de dívida de EE mais do que quadruplicou entre 2003 e 2014, passando de US\$4 trilhões para US\$18 trilhões. Merece destaque a participação dos investidores estrangeiros, que atingiu aproximadamente 30% da dívida pública dos países emergentes e em desenvolvimento em 2014, participação 50% superior à evidenciada em 2008.

No Brasil, os investidores institucionais também se destacaram como os principais detentores dos títulos públicos federais. Em dezembro de 2017, os fundos de investimento e de previdência detinham mais de 50% do total de títulos, enquanto 22% eram detidos por instituições financeiras. Estas três categorias respondem pela maior porcentagem desde 2007, apesar de ter sido observado um aumento dos fundos em detrimento das instituições financeiras no período (Gráfico 1.5).

Gráfico 1.5: Detentores dos Títulos Públicos Federais (em %), 2007–2017



Notas: A categoria ‘Instituições Financeiras’ inclui os bancos estatais e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), assim como as aplicações das instituições financeiras em fundos de investimento. A categoria ‘Previdência’ inclui os fundos de investimento e carteira própria de previdência aberta e fechada e Regime Próprio de Previdência Social (RPPS). A categoria Não-Residentes inclui os títulos detidos por não-residentes por meio de fundos de investimento, enquanto a categoria Governo inclui fundos e recursos administrados pela União. A categoria ‘Outros’ inclui contas de cliente pessoa-física residente, carteira própria de distribuidora/corretora estrangeira e nacional, sociedade de capitalização, entre outras carteiras próprias. Os dados da categoria ‘Governo’ somente estão disponíveis a partir de 2010 devido a aprimoramentos metodológicos. Anteriormente tais estoques estavam alocados nas categorias ‘Instituições Financeiras’ e ‘Fundos de Investimentos’.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional.

Neste contexto, Bruno e Caffé (2017) chamam atenção para a reduzida possibilidade de que tais agentes atuem como fonte de financiamento de longo prazo para o setor produtivo brasileiro. Tal argumentação se sustenta no diferencial de rentabilidade entre os investimentos produtivos e financeiros. Esta última, como já apontado por Demir (2007, 2009) e Akkemik e Özen (2014), somada às imperfeições no mercado de crédito doméstico, figuraria como um dos principais determinantes da queda do investimento produtivo entre CNF de EE. Isso porque, uma vez que as taxas de juros da dívida pública são mais altas que os retornos relativos aos investimentos produtivos, estes últimos são preteridos. Não obstante, o *benchmark* se eleva diante da disponibilidade de títulos com elevado retorno e reduzido risco. Assim, não somente os investidores institucionais, nacionais e estrangeiros, condicionam a alocação de seus portfólios, como as próprias companhias reveem sua estrutura de ativos e passivos.

Visto por outro ângulo, o Estado como fiador da financeirização permite que a rentabilidade real de referência da classe industrial seja dada pelos mercados financeiros globais

– de modo que o investimento em títulos da dívida pública, com elevada liquidez e rentabilidade, passa a figurar como uma opção superior ao investimento produtivo. Do lado do ativo, há um aumento dos investimentos, receitas e despesas financeiras, fazendo com que os lucros não operacionais superem em grande medida os oriundos da atividade produtiva. Esta última, portanto, passa a depender, em grande medida, de estímulos e financiamentos públicos (BRUNO e CAFFÉ, 2015; KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2018).

A expansão do mercado renda fixa, majoritariamente de títulos da dívida pública, resultou ainda no subdesenvolvimento paralelo do mercado acionário no Brasil. A reduzida liquidez deste último tem impacto sobre o modo como as empresas se financiam, assim como sobre o seu padrão de governança, o que, por sua vez, retroalimenta o subdesenvolvimento do mercado acionário. Tal interação é discutida na próxima seção.

1.3.3 Mercado de capitais, CNF e o ativismo dos investidores institucionais

A relação entre o aprofundado mercado de dívida pública e o histórico de desenvolvimento do mercado de capitais é usualmente atribuída às já mencionadas elevadas taxas de juros dos títulos públicos. Não obstante, também figuram como obstáculos ao desenvolvimento do mercado acionário brasileiro os custos de transação (associados aos altos custos de listagem e manutenção, inclusive os tributários, que incidem sobre as companhias de capital aberto) e o padrão de governança corporativa nacional (CARVALHO, 2002).

Os fatores mencionados limitam a liquidez dos títulos transacionados em bolsa, fazendo com que, por um lado, os investidores aloquem relativamente menos recursos neste mercado. Por outro lado, as empresas não se capitalizam por esta via. Os dados apresentados na Tabela 1.1 evidenciam que, apesar de um expressivo crescimento nas últimas quatro décadas, o nível de capitalização de mercado no Brasil figura abaixo do padrão internacional, inclusive se comparado às outras EE.

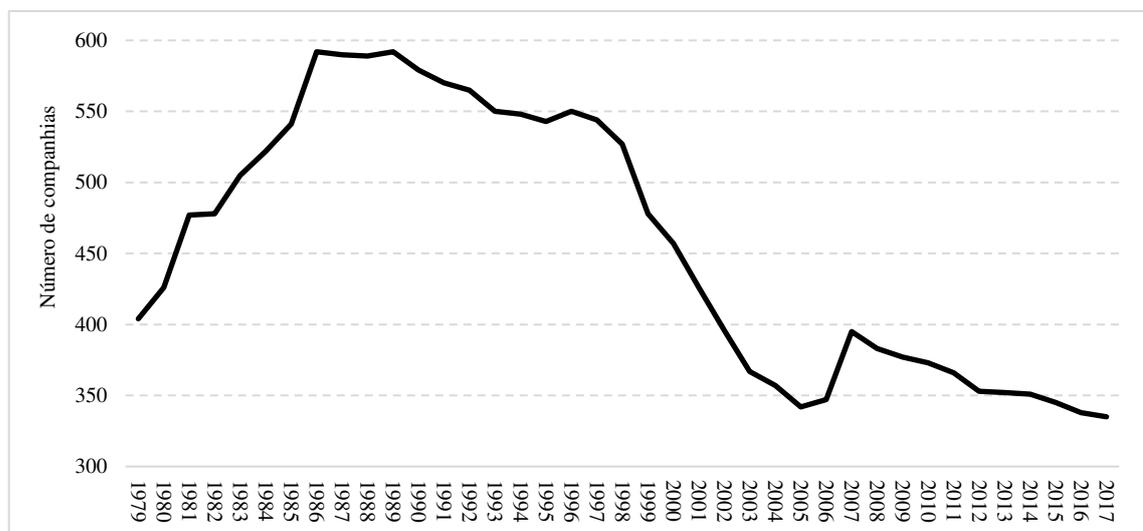
Tabela 1.1 – Capitalização de mercado (% PIB), 1980–2017

País	1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010-2017
Hong Kong SAR, China	103,59	222,33	629,70	1088,18
África do Sul	95,27	154,20	195,92	261,69
Singapura	111,90	145,66	189,25	237,52
Suiça	56,31	131,08	223,22	208,44
Malásia	66,66	188,96	132,87	140,93
Estados Unidos	49,27	95,09	122,82	134,72
Canadá	84,81	123,21	111,61	120,10
Luxemburgo	54,79	131,63	161,64	118,11
Austrália	43,39	65,99	115,45	98,08
Chile	-	86,43	101,41	104,37
Colômbia	-	-	42,85	50,19
Peru	-	22,84	34,52	46,18
Brasil	9,91	21,55	51,46	44,79
Países de renda baixa e média	-	-	53,58	55,70
Países de renda alta	46,34	74,72	96,85	106,82
Mundo	46,11	73,07	89,48	89,14

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Carvalho (2002) e do World Development Indicators.

Neste cenário, não só muitas empresas optam por não abrir capital, mas também o fazem de forma limitada, em muitos casos, restringindo a dispersão do controle. Como pode ser evidenciado no Gráfico 1.6, após uma elevada expansão do número de empresas listadas a partir da década de 1970, já em meados da década de 1980 se evidencia uma queda que perduraria por toda a série histórica.

Gráfico 1.6: Número de companhias listadas na bolsa de valores brasileira (B3), 1979–2017



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do World Development Indicators.

A queda no número de companhias listadas, de imediato, pode ser atribuída à suspensão dos incentivos governamentais empreendidos nas décadas anteriores⁹, ao que se somou, como salientado anteriormente, um mercado com reduzida dispersão acionária, mas elevada concentração dos negócios, e um cenário macroeconômico pouco favorável, caracterizado pela instabilidade monetária, pelas elevadas taxas de juros e pelo reduzido crescimento econômico (FONSECA, 2015).

No entanto, a grande maioria das evidências empíricas encontradas não só para o caso brasileiro, mas para a grande maioria dos países indica que o mercado de ações é continuamente preterido ao lucro retido e à dívida como fonte de recursos – independentemente da conjuntura econômica do país analisado. De fato, historicamente, os recursos próprios, em particular os lucros retidos, são indicados como a principal fonte de financiamento das empresas brasileiras (MOREIRA e PUGA, 2000; FILLETI, 2010)¹⁰ – apesar de, mais recentemente, vir sendo apontada uma tendência de aumento da participação do endividamento na estrutura de capital das CNF nacionais (ALMEIDA *et al.*, 2016; CÔRREA *et al.*, 2017).

Tendo como base a metodologia utilizada no trabalho seminal de Moreira e Puga (2000), foram coletados dados sobre o padrão de financiamento de 235 CNF de capital aberto brasileiras, entre 2008 e 2017¹¹, tendo sido eliminadas, no respectivo período, aquelas companhias que não atendiam aos padrões delimitados pelos autores como básicos para a análise¹². Devido a tais exclusões, o número de empresas analisadas variou entre os anos considerados tendo sido de, em média, 125 empresas ao ano. Os dados apresentados no Gráfico 1.7 corroboram os resultados encontrados pela grande maioria dos estudos empíricos sobre o tema. Ou seja, há indícios de que as CNF brasileiras seguem o princípio da *pecking order*

⁹ Nas décadas de 1960 e 1970 foram adotadas políticas em prol da ampliação e do aprofundamento do mercado de capitais brasileiro. O marco do processo foi a criação, em 1967, do Fundo 157, cujo objetivo foi estimular a aplicação de parte do imposto de renda na aquisição de ações de companhias abertas. Além disso, estabeleceu-se uma demanda compulsória – resultante da obrigatoriedade dos fundos de pensão e outros investidores institucionais de investirem parcela dos seus ativos na compra de ações –, assim como a isenção fiscal dos ganhos obtidos via bolsa de valores. Do lado da oferta, foram descontados do imposto de renda parte dos valores destinados à subscrição pública de ações, havendo também as linhas de financiamento subsidiado ofertadas pelo BNDE aos emissores de ações (CLAESSEN *et al.*, 2000; BORGES e SERRÃO, 2005; BLACK *et al.*, 2008; FONSECA, 2015).

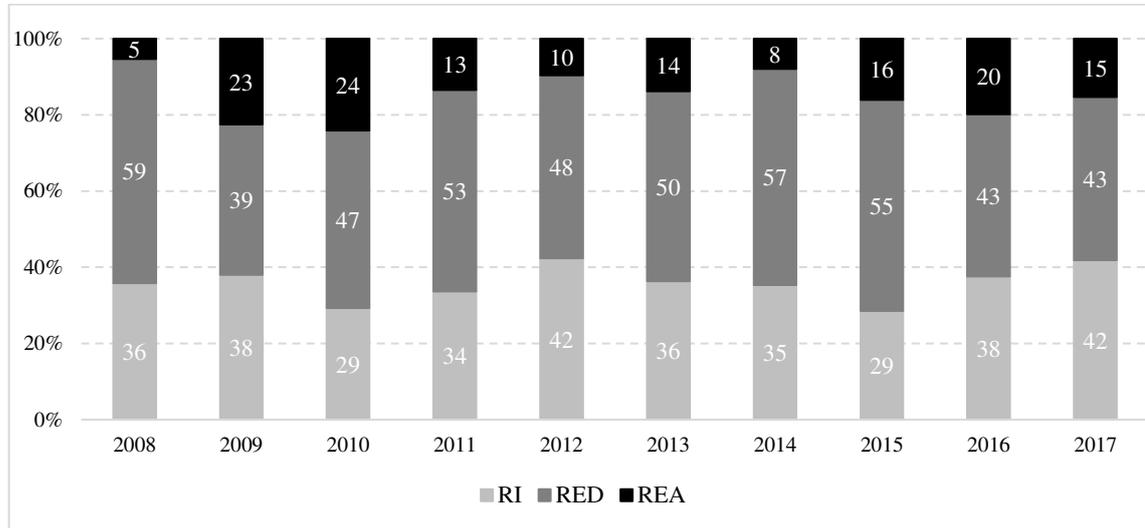
¹⁰ Almeida *et al.* (2016) também chamam a atenção para o papel dos empréstimos de longo prazo concedidos às empresas pelo BNDES.

¹¹ A escolha do período se deve à disponibilidade de dados para os dividendos pagos no fluxo de caixa.

¹² Foram eliminadas, no respectivo ano, aquelas companhias que: não apresentaram acréscimo no valor do capital de longo prazo; apresentaram taxa de crescimento anual do ativo e da receita superior a 100%; para as quais a relação entre o exigível total e o ativo total e entre o exigível total e o patrimônio líquido foi superior a 1000%; e que apresentaram qualquer um dos indicadores fora do intervalo entre -100% e 200%. Com a finalidade de manter o maior número possível de observações, nos casos em que a empresa possuía dados do endividamento, mas não do lucro retido, devido à ausência de dados sobre os dividendos pagos, igualou-se esta última variável a zero.

(MYERS, 1984; FAZZARI *et al.*, 1988) no sentido em que preterem recursos externos aos internos.

Gráfico 1.7: Padrão de financiamento das CNF de capital aberto no Brasil, 2008–2017



Notas: (i) *RI* = Recursos internos; *RED* = Recursos externos: dívida; *REA* = Recursos externos: ações.
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Tanto o financiamento via recursos próprios quanto via endividamento se associa à dinâmica de financeirização da economia. Por um lado, o endividamento implica uma crescente fragilidade financeira das CNF, por outro, como apontado por Plihon (1999), há o possível fortalecimento dos acionistas, com a imposição de seus interesses em detrimento dos interesses dos demais *stakeholders*.

No que tange ao crescente endividamento, a literatura salienta a possibilidade de que um número crescente de companhias se torne Ponzi – de acordo com a tipologia minskiana¹³. No entanto, o maior endividamento das CNF brasileiras ocorreu em uma conjuntura bastante particular – caracterizada pela desaceleração com retração do nível de investimento, queda do lucro líquido e da taxa de retenção a partir de 2012. A queda da rentabilidade, além do efeito do próprio estoque de passivos sobre a mesma, tornou muitas empresas incapazes de gerar caixa suficiente para arcar com suas despesas financeiras. Isto, somado a um cenário de restrição creditícia, desvalorização cambial e reversão das expectativas, caracterizou a estrutura de financiamento de um maior grupo de empresas como

¹³ Companhias Ponzi são um tipo particular de companhia especulativa cuja principal característica reside no fato de o fluxo de caixa não ser suficiente para cobrir o pagamento dos juros da dívida. Deste modo, além da dificuldade de rolar as dívidas existentes, tais companhias poderiam vir a ter que tomar novos empréstimos para pagar os juros das dívidas já contraídas (MINSKY, 1982; 2008).

Ponzi, ampliando conjunturalmente a fragilidade financeira do setor produtivo brasileiro (ALMEIDA *et al.*, 2016; CÔRREA *et al.*, 2017).

Todavia, mesmo que tal mudança no padrão de financiamento das companhias não necessariamente implique uma inflexão – por ocorrer em um contexto econômico específico e não ser evidenciada por um longo período –, a utilização de recursos próprios também pode ser interpretada como uma resposta das companhias a uma nova etapa de inserção das economias no capitalismo financeiro mundial – com efeitos sobre a correlação de forças entre acionistas, dirigentes e assalariados. Segundo Plihon (1999), a imposição de um regime de fundos próprios alicerçaria um padrão de governança do tipo *shareholder value*, sendo tal reestruturação diretamente relacionada ao movimento de concentração do capital das empresas nas mãos dos investidores institucionais – efeito do desenvolvimento da gestão coletiva da poupança.

Segundo Miranda *et al.* (2015, 2017), pôde-se observar tal movimento no Brasil – vide o aumento da taxa de autofinanciamento das empresas não financeiras nacionais no período entre 1995 e 2008, ao que teria se associado uma maior dispersão do direito de propriedade e controle, com o crescimento da participação de investidores institucionais e estrangeiros como acionistas minoritários. Na opinião dos autores, ao tornarem-se agentes relevantes do mercado de capitais brasileiro, os investidores institucionais teriam imposto um padrão de governança corporativa similar ao anglo-saxão – no qual a maximização da riqueza dos acionistas seria o principal objetivo da gestão corporativa.

No entanto, a conclusão dos autores é contestável, uma vez que, além de se verificar no Brasil um padrão de financiamento muito pouco amparado na emissão de ações, há que se considerar as causas e as consequências deste padrão. Como discutido anteriormente, é notória a reduzida liquidez no mercado de capitais brasileiro. Tal fato, estimulado pelo diferencial de retorno entre investimentos em ativos financeiros e produtivos, associa-se ao padrão de governança corporativa nacional para corroborar um quadro no qual um número limitado de companhias abre capital e, as que o fazem, mantêm um elevado nível de concentração do poder de controle.

Diferentes estudos voltados ao estudo da estrutura de propriedade e controle das CNF nacionais corroboram não só uma elevada concentração na estrutura de propriedade e controle, mas também um elevado diferencial entre ambas. A concentração do poder de controle – na forma de ações ordinárias, ou seja, com direito a voto – desassociada da participação proporcional na propriedade ocorre, principalmente, devido à permissividade quanto à emissão de ações preferenciais, à formação de estruturas piramidais de controle, às participações cruzadas e aos acordos de acionistas (FONSECA e SILVEIRA, 2016; BRANDÃO e

CRISÓSTOMO, 2015; CAIXE e KRAUTER, 2013; GORGA, 2009; ALDRIGHI e MAZZER NETO, 2007; OKIMURA *et al.*, 2007; CARVALHAL-DA-SILVA e LEAL, 2005).

Segundo Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), em 1998, o maior acionista possuía, em média, 70,51% do capital votante e 46,29% do capital total de empresas brasileiras. Em 2002, a participação no controle e na propriedade do maior acionista eram, respectivamente, 74,57% e 49,94%. Já Aldrighi e Mazzer Neto (2007), a partir de uma metodologia que incorporou as especificidades do cenário corporativo brasileiro (como a presença de ações preferenciais, arranjos piramidais e acordos de acionistas), evidenciaram que, entre 1997 e 2002, o maior acionista último¹⁴ detinha, em média, 51,6% dos direitos de fluxo de caixa e 72,9% dos direitos a votos.

Mais recentemente, Caixe e Krauter (2013) verificaram uma tendência à dispersão do controle, tendo evidenciado uma queda na concentração do direito a voto, com o maior acionista detendo, em média, 50% das ações ordinárias em 2009, apesar de a participação na propriedade não ultrapassar 40%. Já Fonseca e Silveira (2016) observaram que, entre 2010 e 2014, o maior acionista detinha, em média, 49% das ações com direito a voto, mas 41% do capital total das companhias.

A partir de uma amostra de 235 empresas brasileiras de capital aberto analisadas no período entre 2012 e 2016, listou-se todos os acionistas com participação superior a 5% do capital votante¹⁵. Os acionistas foram então classificados em investidores institucionais, famílias, empresas, governo e outros. Os dados apresentados na Tabela 1.2 evidenciam que aproximadamente 30% do total de acionistas eram investidores institucionais, sendo a grande maioria (67%, em média, no intervalo) família ou empresa.

¹⁴ Aldrighi e Mazzer Neto (2007) definem o maior acionista último como aquele com a maior participação, direta e indireta, nos direitos de votos da empresa analisada.

¹⁵ A amostra de acionistas variou ao longo dos anos. Enquanto em 2012 eram 552 acionistas, em 2016 eram 590 ao todo.

Tabela 1.2 – Acionistas das CNF brasileiras por categoria (em %), 2012–2016

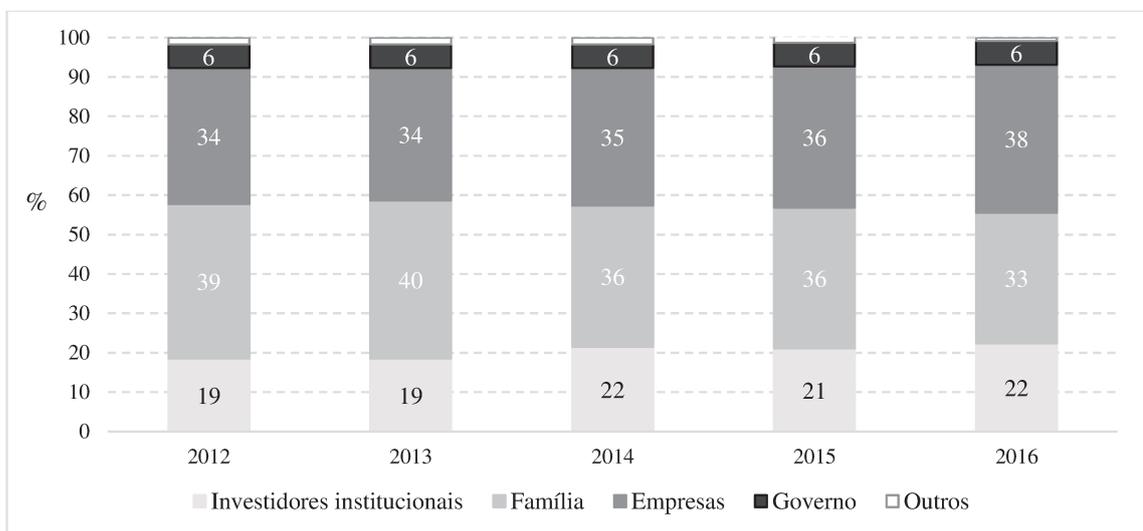
	2012	2013	2014	2015	2016
Investidores institucionais ^a	26	28	30	32	31
Família ^b	42	41	40	38	38
Empresas	27	27	26	27	27
Governo	2	2	2	2	2
Outros ^c	2	2	2	2	2

Notas: (a) inclui fundos de investimento, *capital investors*, gestoras e administradoras de recursos, *equity e investment partners*, clubes de investimentos e corretora de valores, fundos e institutos de pensão e seguridade social e seguradoras; (b) inclui pessoas físicas, famílias, *holdings* familiares e subscritas por pessoas físicas; (c) inclui administradores e conselheiros, associação de funcionários, demais membros do acordo de acionistas, fundações, ONG's, entre outros.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

A partir da análise dos números absolutos, filtrou-se a base de dados de modo a obter a informação do acionista com maior participação acionária em cada uma das empresas – Gráfico 1.8. Neste caso, apesar do aumento da participação dos investidores institucionais, o cenário não se altera; famílias e empresas seguem sendo maioria, uma vez que apenas 20% das empresas possuem um investidor institucional como maior acionista.

Gráfico 1.8: Acionista com maior participação por categoria (em %), 2012–2016

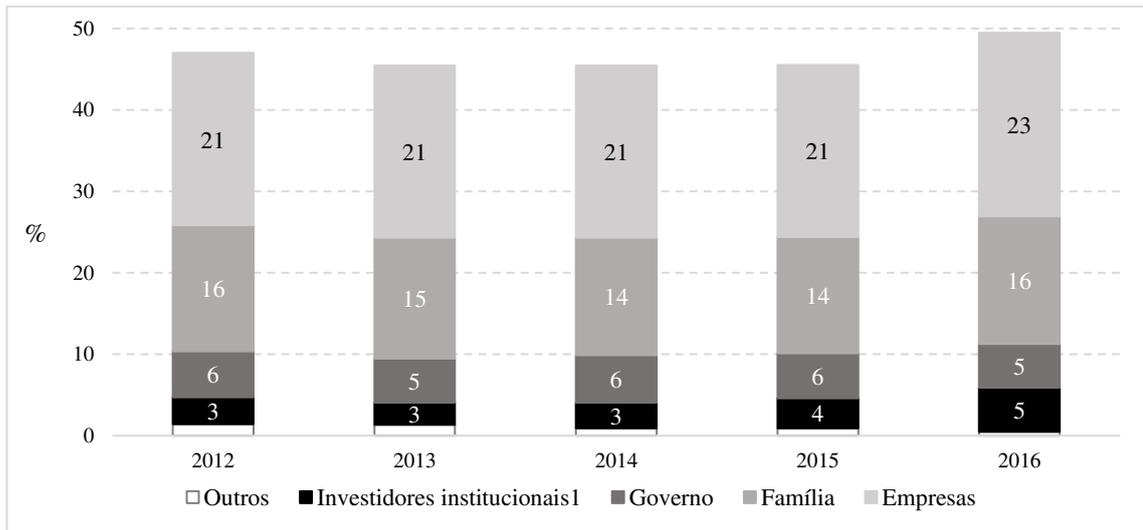


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Os dados apresentados no Gráfico 1.9 indicam que 47% do total de empresas analisadas possuíam um acionista controlador – definido como aquele com mais de 50% do capital votante da companhia – em 2012, enquanto em 2016 esse percentual era de 49%. Quase metade dos acionistas controladores eram empresas, enquanto as famílias responderam pelo

controle de, em média, 32% das empresas com um acionista controlador. Ou seja, os investidores institucionais são minoria também no grupo de controle, oscilando em um patamar inferior a 10%.

Gráfico 1.9: Acionista controlador por categoria (em %)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Vale mencionar, ainda, que a participação marginal dos investidores institucionais na estrutura de propriedade e controle das CNF brasileiras independe do nível de governança da companhia. Diz-se isso porque a participação dos investidores institucionais nas companhias é baixa a despeito do fato de a grande maioria das empresas analisadas estarem listadas no Novo Mercado da Brasil Bolsa e Balcão (B3) no período – Tabela 1.3.

Tabela 1.3 – Total de empresas da amostra por nível diferenciado de governança corporativa, 2012–2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Nível 1	21	23	22	22	22
Nível 2	10	9	11	10	10
Novo Mercado	106	108	109	109	108
Total de empresas	232	232	232	232	232

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Os dados apresentados demonstram que, apesar de haver uma tendência à redução nos últimos anos, o controle segue sendo altamente concentrado nas empresas brasileiras. A evidenciada concentração na estrutura societária, por sua vez, não se dá nas mãos dos

investidores institucionais, mas sim das famílias e das empresas. Em outras palavras, apesar de o Brasil ter avançado no que tange à adoção de boas práticas de governança corporativa, notadamente com a criação dos níveis diferenciados de governança da B3, outros aspectos institucionais seguem inalterados, em particular a elevada concentração do poder de controle.

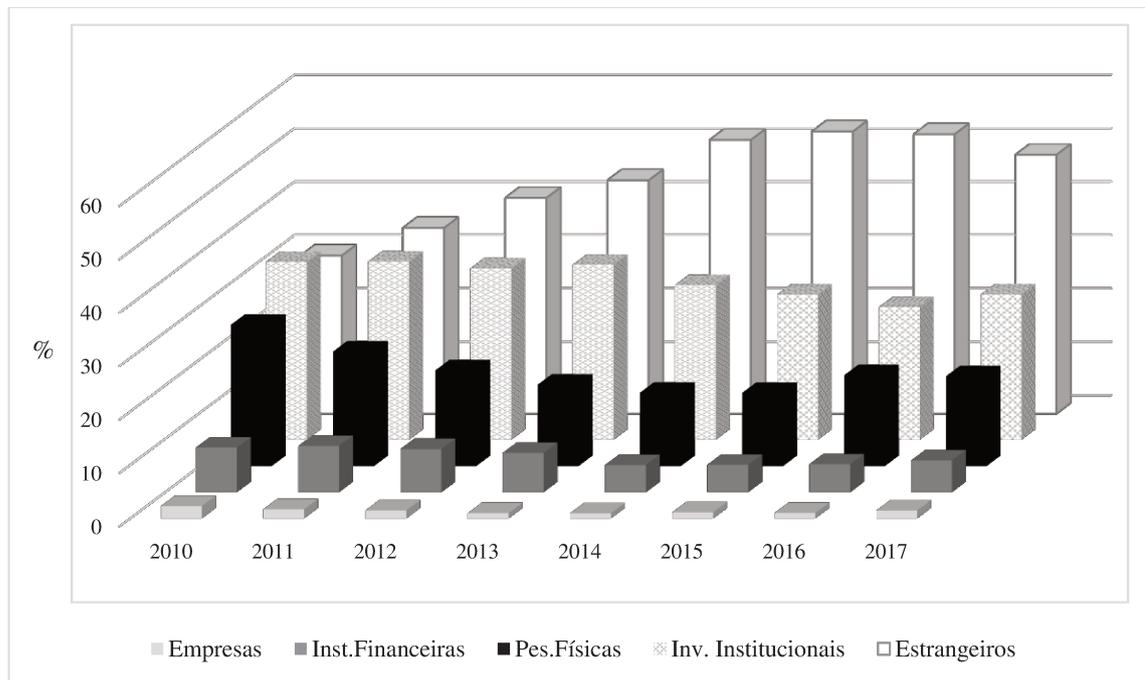
Por tais motivos, o padrão de governança corporativa nacional não parece se aproximar do modelo anglo-saxão, mas sim assumir contornos próprios do de uma EE. No Brasil, a estrutura de propriedade e controle é tema central da discussão sobre a governança corporativa. Em particular, atenta-se para o conflito do tipo principal-principal derivado da elevada chance de expropriação de acionistas minoritários por controladores em busca de benefícios privados de controle¹⁶.

Neste cenário, apesar de os investidores institucionais, principalmente os estrangeiros, terem ampliado sua participação no total transacionado na bolsa de valores (Gráfico 1.10), isso não implicou a concentração do capital das companhias sob seu poder, assim como, e conseqüentemente, não necessariamente pode ser associado a um maior interesse e capacidade de influência destes agentes sobre a gestão estratégica das CNF¹⁷. Tais especificidades derivam não somente do histórico de desenvolvimento do mercado de capitais e do quadro institucional vigente, mas também podem estar relacionadas à estratégia de alocação de recursos (perfil de investimento) dos próprios investidores.

¹⁶ Vale notar que, segundo La Porta *et al.* (1999; 2000), a fraca proteção aos direitos de acionistas minoritários está entre os principais fatores determinantes da reduzida liquidez do mercado acionário e do racionamento do crédito em EE. As causas para um maior risco de expropriação por controladores, por sua vez, estariam no quadro jurídico-institucional – reduzido *enforcement* das leis existentes ao qual se soma a ineficiência e morosidade do sistema jurídico.

¹⁷ As privatizações, apesar de não reverterem a inflexão no número de IPOs, responderam tanto por grande parte do volume de negócios da B3 até o final dos anos 1990 quanto pela maior participação dos investidores institucionais no mercado brasileiro. A organização de leilões estimulava a formação de consórcios destinados a exercer o controle compartilhado das companhias privatizadas, nas quais investidores institucionais, majoritariamente fundos de pensão, detinham participações (SIFERT FILHO, 1998; BLACK *et al.*, 2008; LAZZARINI, 2011). Também remonta ao período, como já discutido nas seções anteriores, o movimento mais intenso de integração financeira da economia brasileira.

Gráfico 1.10: Participação dos investidores na B3 por categoria (em %), 2010–2017



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da B3.

Investidores estrangeiros, cujas motivações e condicionantes foram discutidos ao longo deste tópico, poderiam priorizar posições mais líquidas frente ao esperado curto-prazismo associado ao seu perfil de atuação. Por outro lado, investidores nacionais poderiam ter maiores incentivos para privilegiar empresas nacionais em sua política de investimento uma vez que esperar-se-ia uma maior especialização no mercado acionário doméstico. A potencial influência exercida por tais investidores, no entanto, seguiria sujeita ao perfil de cada investidor, sendo também fortemente determinada pelo diferencial de retorno entre o investimento produtivo e o financeiro.

Conclui-se, portanto, que o papel dos investidores institucionais perpassa vários canais de financeirização da economia. No caso da influência sobre o investimento em ativos financeiros em detrimento dos produtivos por CNF, não basta analisar se os investidores institucionais estão ou não presentes como acionistas da companhia, sendo preciso problematizar quais as motivações subjacentes a tal posição e reconhecer que tais investidores podem não ter um perfil de investimento homogêneo. No caso brasileiro, assim como no de outras EE, há que se considerar, ainda, que tais motivações podem estar presentes na própria estrutura de mercado, de modo que a influência dos investidores institucionais sobre as estratégias corporativas pode somente corroborar uma escolha de alocação de capital pela própria companhia, legitimada pelos acionistas, mas não necessariamente impostas por eles. A

Figura 1.1 sintetiza a análise proposta neste capítulo, assim como explicita os questionamentos suscitados a partir da mesma.

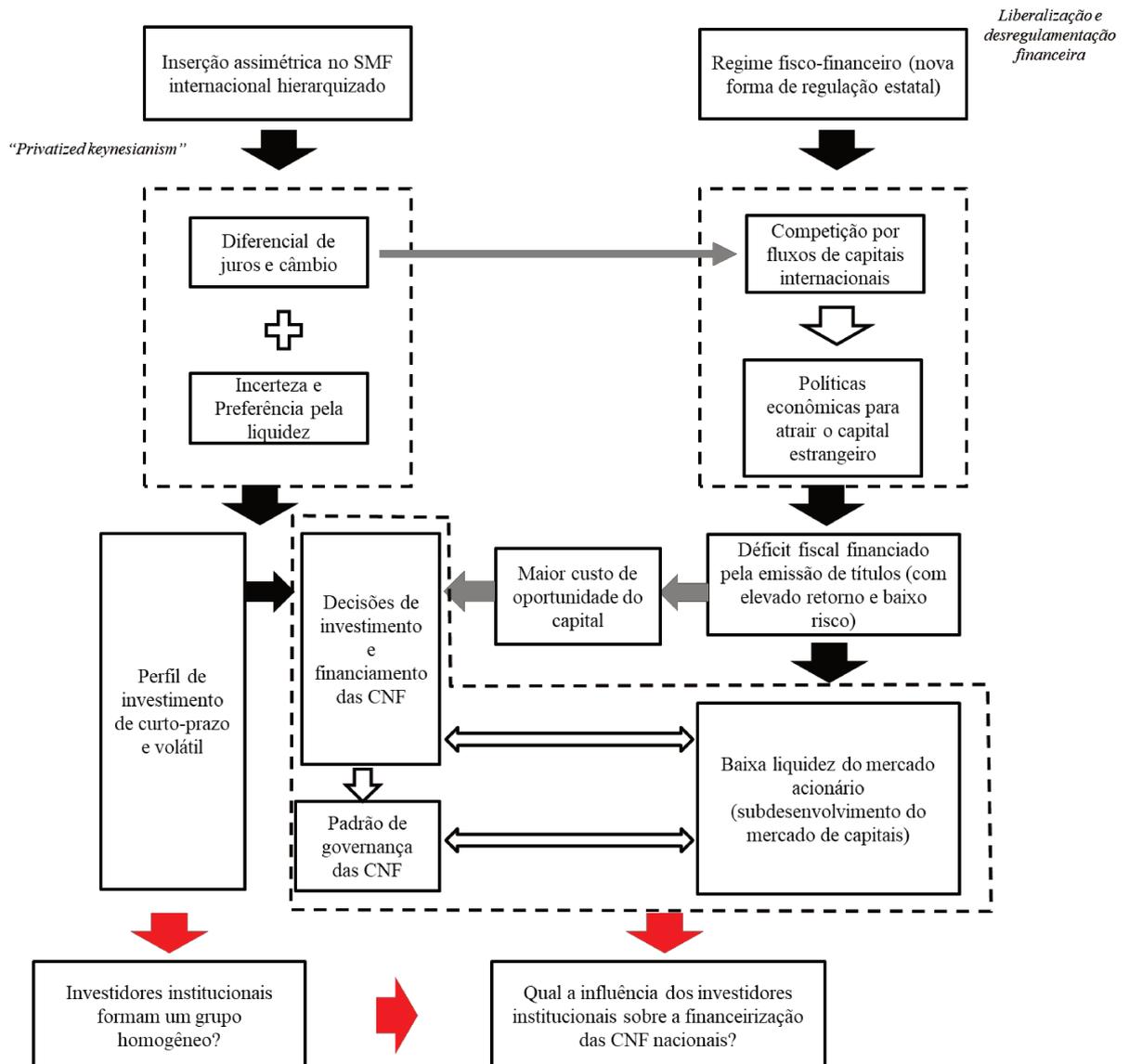


Figura 1.1 – Dinâmica da financeirização em EE

Fonte: elaboração própria.

1.4 Considerações finais

Este capítulo partiu de um arcabouço teórico mais geral, relativo ao modo como se deu a emergência de um novo padrão de acumulação designado financeirização. Enfatizou-se os efeitos de uma dinâmica financeirizada, possivelmente promovida por investidores institucionais, sobre o investimento produtivo, a competitividade e a estabilidade não apenas das corporações, mas também da economia como um todo. No entanto, salientou-se a complexidade subjacente ao fenômeno – caracterizadamente não linear –, tendo em vista

reconhecer a importância de se incorporar aspectos particulares à financeirização das EE. Tal esforço se demonstra imprescindível ao melhor entendimento dos elementos que impactam, condicionam e se alteram a partir da atuação dos investidores institucionais – entendidos como agentes-chave da dinâmica financeirizada.

A sistematização da literatura sobre a financeirização em EE se baseou em duas vertentes principais, – relacionadas ao que se definiu como as principais abordagens sobre o tema para entendimento das questões discutidas neste capítulo –, sendo elas: (i) inserção assimétrica no sistema monetário e financeiro internacional; (ii) papel do estado na dinâmica da financeirização em EE. Defendeu-se que, apesar de haver diferenças na financeirização experienciada por diferentes EE, prevalecem as semelhanças – entre elas, a emissão de moedas hierarquicamente inferiores e o papel central do Estado e dos investidores institucionais como agentes-chave da dinâmica evidenciada. No que tange a este último aspecto, foram fornecidos indícios de que a atuação dos investidores institucionais tangencia diferentes discussões, entre elas, as sobre vulnerabilidade externa, desenvolvimento do mercado acionário, padrão de investimento, financiamento e governança corporativa das CNF.

Diante disso, buscou-se discutir, tendo como referência o caso brasileiro, alguns dos condicionantes da atuação dos investidores institucionais em EE. A hipótese subjacente foi a de que investidores institucionais tanto são agentes relevantes da financeirização como têm sua atuação condicionada pela forma como tal dinâmica se dá nestas economias. Ou seja, integram de forma determinante a dinâmica financeirizada, por responderem a ela e a afetarem, criando um tipo de endogenia da qual são agentes-chave.

Foram encontrados indícios de que o diferencial de juros, de câmbio e de retorno entre o investimento produtivo e financeiro estão entre os principais condicionantes da alocação de portfólio destes agentes, apesar de a influência deles sobre as CNF depender, inerentemente, do perfil de investimento de cada investidor. Tais aspectos que os motivam, por outro lado, têm implicações retroalimentadoras sobre a própria financeirização, em particular, sobre o padrão de investimento e governança corporativa das CNF. Tal interrelação evidencia a complexa interação entre os agentes e os mercados financeiros que integram o novo regime de acumulação.

Os próximos capítulos visam, portanto, buscar aprofundar a discussão sobre a interação entre investidores institucionais e os possíveis canais de financeirização da economia. Para tanto, serão considerados tanto o fato de estes agentes não comporem um grupo homogêneo quanto os *trade-offs* relativos às decisões estratégicas enfrentadas pelas próprias companhias.

Capítulo 2

HETEROGENEIDADE DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: EVIDÊNCIAS ENTRE COMPANHIAS NÃO FINANCEIRAS BRASILEIRAS

2.1 Introdução

Investidores institucionais são agentes-chave do capitalismo contemporâneo. Orientados pela maximização do retorno global de seus portfólios, tais agentes têm uma significativa capacidade de influência sobre a economia, em diferentes âmbitos, incluindo a dinâmica relativa à tomada de decisão nas corporações. Além disso, devido à magnitude dos recursos por eles geridos no mercado financeiro, observa-se uma alta concentração do capital, possibilitando, conseqüentemente, que estes agentes exerçam controle externo via mercado, independentemente do tamanho da sua participação na estrutura de propriedade e controle de uma companhia específica (KATAN e MAT NOR, 2015; CRANE *et al.*, 2016).

Diferente do relativo consenso a respeito da importância dos investidores institucionais no mercado financeiro, o mesmo não se verifica quando questionado o caráter da influência exercida pelos mesmos sobre as empresas das quais são acionistas. Uma série de trabalhos acadêmicos têm avaliado os efeitos da presença dos investidores institucionais na estrutura de propriedade e controle sobre diferentes indicadores da gestão estratégica das corporações. Parte das vertentes aponta para o incentivo ao controle e monitoramento da gestão, com reflexos positivos sobre a estratégia corporativa de longo prazo (DAVID *et al.*, 2001; FERREIRA e MATOS, 2008; BEBCHUK *et al.*, 2015; CRANE *et al.*, 2016). No entanto, outros estudos indicam a assunção de um perfil de gestores de carteira, caracterizado pela busca da maximização dos retornos no curto prazo – lesiva à sustentabilidade da empresa investida (BUSHEE, 2004; CHEN *et al.*, 2007; GUTTMANN, 2008; AGLIETTA, 2000; BROSSARD *et al.*, 2013; DAVIS, 2016).

Tal dicotomia teórica demonstra que, assim como os próprios agentes, a influência exercida pelos investidores institucionais sobre as estratégias corporativas pode não ser homogênea. Esta heterogeneidade, no entanto, não é captada somente pela diferenciação dos mesmos por características gerais – como, por exemplo, se *asset manager*, fundo de pensão ou seguradora. Tal diferenciação, apesar de importante, não é suficiente, por não necessariamente explicitar nem a variedade de composições que abarcam tais grupos – desde *private equity* e *hedge funds* até fundos de pensão públicos e privados –, nem, e principalmente, a significativa

variação intragrupos em termos de horizonte de investimento e sensibilidade aos eventos correntes (BUSHEE, 1998, 2001, 2004; ÇELIK e ISAKSSON, 2013; CRANE *et al.* 2016). Por tais motivos, a plena compreensão do tipo de influência exercida pelos investidores institucionais no âmbito corporativo requer sua diferenciação e agrupamento a partir da consideração não só de suas principais características, mas também do seu histórico de atuação no mercado acionário.

O objetivo deste capítulo é verificar quais investidores institucionais atuam no mercado de capitais brasileiro como acionistas de companhias não financeiras de capital aberto. Além disso, busca-se compreender o perfil do investimento empreendido por estes agentes. Em outras palavras, investiga-se quem são e qual o grau de heterogeneidade no histórico de atuação dos investidores institucionais presentes na estrutura de propriedade e controle das companhias brasileiras não financeiras, identificando em que aspectos tais agentes se assemelham e diferenciam. Para alcançar este objetivo, o capítulo terá natureza empírica, recorrendo a métodos de classificação e agrupamento a partir dos dados disponíveis no período 2011-2016.

Como parte das metodologias de agrupamento usualmente propostas se baseia em classificações pré-definidas, a análise desenvolvida neste capítulo consiste em uma importante contribuição para a literatura. Além disso, a heterogeneidade intragrupos é uma questão ainda pouco explorada no caso específico dos países emergentes (KATAN e MAT NOR, 2015). Para o Brasil, em particular, não foram encontrados trabalhos que diferenciem os investidores institucionais pela sua forma de atuação no mercado acionário, o que delimita outra contribuição para o debate sobre o tema. Ou seja, a escassez de estudos sobre a heterogeneidade dos investidores institucionais em países emergentes, somada à incorporação de aspectos não considerados pelas demais pesquisas sobre o tema, justificam a relevância desta pesquisa.

Além desta introdução e das considerações finais, o capítulo contém três outros tópicos. Em primeiro lugar, faz-se uma breve revisão das metodologias de classificação e agrupamento dos investidores institucionais desenvolvidas nos últimos anos. Em segundo, apresentam-se os procedimentos metodológicos – análise fatorial e de *cluster* –, a amostra do estudo e as variáveis utilizadas. Por fim, os resultados são analisados.

2.2 Estado da arte das metodologias de classificação dos investidores institucionais

Segundo Çelik e Isaksson (2013), as possíveis diferenças no tipo de influência potencialmente exercida pelos investidores institucionais estão associadas à uma série de características que, juntas, formam o modelo de negócios de cada investidor. Tais fatores variam não só entre as diferentes classificações legais, mas também dentro de uma mesma

classificação como, por exemplo, entre dois fundos de pensão. Por essa razão, é relevante incorporar à análise os fatores que orientam a atuação dos investidores institucionais no mercado, diferenciando-os pelo seu perfil de investimento. Assim, qualquer grau de ativismo pode demonstrar-se racional uma vez que seria consequência lógica do "modelo de negócios" das instituições.

Devido ao caráter qualitativo e observacional da metodologia da avaliação do modelo de negócios proposta pelos autores, sua replicação é dificultada para grandes amostras¹⁸. No entanto, tendo reconhecido que o efetivo entendimento das implicações da propriedade institucional requer que diferentes características destes investidores sejam consideradas, pesquisas recentes buscaram incorporar o fato de tais agentes não formarem um grupo homogêneo. Neste contexto, os investidores institucionais passaram a ser diferenciados, entre outros fatores, pelo país de origem, o fato de o capital ser privado ou estatal e/ou a relação de negócios estabelecida junto à corporação.

Este último aspecto é o principal fator de diferenciação incorporado pelas pesquisas sobre o tema (FERREIRA e MATOS, 2008; CHEN *et al.*, 2007; BROSSARD *et al.*, 2013). A hipótese, inicialmente proposta por Brickley *et al.* (1998), é a de que investidores com o potencial de estabelecer vínculos comerciais com a companhia investida teriam menor independência, o que, por sua vez, comprometeria seu ativismo – no sentido de monitorar as decisões corporativas e demandar mudanças na gestão. Em outras palavras, os autores propuseram diferenciar investidores “dependentes” e “independentes” pelo potencial de se sujeitarem à pressão exercida pela gestão devido às relações comerciais vigentes.

Cada estudo atribuiu diferentes investidores a cada uma das duas categorias, assim como as designou por diferentes nomes. Ferreira e Matos (2008), por exemplo, testaram a hipótese de que tanto as preferências dos investidores institucionais no que tange à alocação do seu portfólio quanto o impacto da sua participação como acionistas se alteraria a depender de o investidor ser nacional ou estrangeiro, assim como dependente ou independente. Este último critério subentendeu que fundos mútuos e *investment advisers* eram independentes, ou seja, resistentes à pressão exercida pela gestão, por não manterem relações de negócios próximas com a(s) empresa(s) investida(s).

¹⁸ Çelik e Isaksson (2013) identificaram sete determinantes desagregados em dezenove características que, em diferentes combinações, definiriam o modelo de negócios de cada investidor institucional. Tais informações foram então utilizadas na criação de uma taxonomia não exaustiva de identificação dos diferentes níveis de ativismo: nenhum, reativo, alpha e interno. As diferenças entre os quatro níveis variam desde uma posição passiva, passando por escolhas tomadas a partir de critérios gerais e pré-definidos, até a influência por retornos acima do *benchmark* ou práticas como o voto direto e a participação no conselho.

Ferreira e Matos (2008) avaliaram, então, a atuação de investidores institucionais de 27 nacionalidades, acionistas de 11.224 empresas, localizadas em 48 diferentes países, no período entre 2000 e 2005. Os resultados obtidos indicaram que o padrão de *disclosure* nacional foi determinante da atração dos investidores institucionais. Além disso, destacaram-se como determinantes da alocação de capital por investidores estrangeiros o fato de a empresa pertencer ao índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) e estar listada em bolsas norte-americanas. No que tange ao efeito do maior ativismo dos investidores institucionais, os autores verificaram que a presença de instituições estrangeiras e independentes gerou valor, além de ter implicado um melhor desempenho operacional e menores despesas de capital¹⁹.

Para Colot e Bauweraerts (2016), outra questão de grande importância diz respeito à interação entre investidores institucionais e grupos de controle familiar. Em um cenário marcado pela divergência de interesses entre acionistas e controladores, a presença de investidores institucionais poderia intensificar ou atenuar o conflito de agência do tipo principal-principal, muito comum em empresas familiares. Os autores investigaram como a presença de diferentes tipos de investidores institucionais afetou a criação de valor em empresas francesas de capital aberto com controle familiar. Também a partir da classificação de Brickley *et al.* (1998), diferenciaram investidores sensíveis e insensíveis à pressão de acordo com o grau de independência discutido anteriormente²⁰. A expectativa de haver uma relação negativa entre a presença de um investidor sensível à pressão como segundo maior acionista e o desempenho das empresas foi confirmada. Investidores insensíveis à pressão, ao contrário, implicaram melhor desempenho, uma vez que possuíam o incentivo e a capacidade para contestar a família e influenciar a gestão.

A diferenciação dos investidores institucionais a partir dos laços estabelecidos junto à gestão é útil e agrega à pesquisa sobre o tema ao explicitar um aspecto adicional às classificações legais identificadas *a priori*. No entanto, nas pesquisas revisadas, tal classificação se deve ao fato de o investidor ser um fundo mútuo, um *investment adviser*, um banco ou uma seguradora. Ou seja, parte-se de uma classificação pré-definida que não necessariamente explicita a potencial variação intragrupos. Visto por outro ângulo, são desconsiderados fatores

¹⁹ A geração de valor foi mensurada pelo Q de Tobin, enquanto o desempenho operacional o foi tanto pelo retorno sobre o ativo (ROA) quanto pela margem de lucro. Já as despesas de capital foram mensuradas pelo *Capital Expenditure* (CAPEX).

²⁰ Colot e Bauweraerts (2016) definiram seguradoras e bancos como sensíveis à pressão, enquanto companhias de investimento e *investment advisers* foram definidos como insensíveis. Tal sensibilidade se deve ao tipo de relação de negócios estabelecida com a(s) empresa(s) investida(s), ou seja, investidores com laços comerciais mais próximos estariam mais suscetíveis à pressão exercida pela gestão.

– como o valor do investimento, a sensibilidade aos retornos correntes e a estabilidade da participação – que podem influenciar a postura dos investidores institucionais frente à gestão das empresas em seu portfólio, alterando o sentido e o grau da sua influência sobre a estratégia corporativa.

Bushee (1998, 2001) foi pioneiro na análise da heterogeneidade dos investidores institucionais em termos do perfil de investimento, da frequência de negociação, das pressões competitivas e das restrições legais. Segundo o autor, como tais fatores afetam a sensibilidade destes investidores ao desempenho imediato das empresas, torna-se necessário questionar que tipo de investidor provê um capital com perfil de mais longo prazo (BUSHEE, 2001).

Para identificar os diferentes tipos de investidor institucional, Bushee (1998, 2001) se concentrou em duas características principais: estabilidade e tamanho da participação nas empresas que compõem a carteira de investimento. Os investidores foram, então, classificados em três grupos: dedicados, *quasi-indexers* e transitórios. Enquanto o primeiro grupo foi formado por investidores com elevadas participações de caráter mais estável, o último agregou investidores que apresentaram elevado *turnover* do portfólio e detiveram pequenas participações nas companhias. O grupo dos *quasi-indexers*, apesar da estabilidade das participações, as possuía em reduzidos percentuais.

A conclusão de Bushee (2001) foi que as chances de a gestão se comprometer com a geração de valor a longo prazo é consequência de sua própria postura em relação ao grau de *disclosure* da companhia. O *disclosure* das informações em séries mais longas auxiliaria o monitoramento do desempenho segundo expectativas de longo prazo, atraindo investidores institucionais *quasi-indexers*. Tal mudança na estrutura de propriedade, por sua vez, retroalimentaria a menor preocupação dos gestores com as métricas de curto prazo uma vez que seus principais investidores seriam caracterizados pela menor sensibilidade às mesmas.

Chen *et al.* (2007) também evidenciaram a existência de uma relação entre o grau de monitoramento e não só o perfil do investimento (se de curto ou longo prazo), mas também o tamanho da participação e o nível de independência de cada investidor. Neste caso, bancos, seguradoras, *endowments foundations* e fundos de pensão privados foram denominados “cinzas” em virtude da menor independência. Já o perfil do investimento foi mensurado pelo período em que a posição foi mantida – se maior ou menor que um ano.

A amostra do estudo foi composta por todas as fusões ocorridas nos Estados Unidos entre janeiro de 1984 e dezembro de 2001, totalizando 2.150 operações. Os resultados indicaram que instituições independentes e com grandes participações em uma empresa por pelo menos um ano têm maiores incentivos para coletar informações, optando por participar

ativamente da gestão e obter como benefício privado retornos no longo prazo. Ou seja, não foram encontrados indícios de negociações, ou seja, ajustes de portfólio, no imediato pré e pós-fusão.

Brossard *et al.* (2013) também exploram, entre outros fatores, o nível de independência do investidor, focando na influência dos mesmos sobre os esforços inovativos das companhias investidas. Os autores consideraram diferentes dimensões para a caracterização dos investidores institucionais, diferenciando-os conforme: o tipo de investidor, a rotatividade de carteira, a nacionalidade e a concentração de propriedade²¹. A análise com dados em painel das 325 empresas mais inovativas da Europa, no período 2002-2009, corroborou a hipótese de que investidores dependentes ou ‘cinzas’ são menos propensos a apoiar decisões mais arriscadas, como as relacionadas à inovação. Ou seja, as empresas nas quais tais investidores eram maioria apresentaram menores níveis de investimentos em P&D. Já as empresas europeias com os maiores níveis de investimento em P&D apresentaram uma estrutura de propriedade dominada por investidores independentes e, portanto, mais ativos em termos de governança corporativa e investimentos de longo-prazo.

Katan e Mat Nor (2015), alinhados aos estudos anteriores, advertiram que os objetivos do investimento institucional não seriam uniformes, diferindo significativamente em termos do tamanho da participação, propósito, objetivo, bem como esforços de monitoramento da instituição. Baseados na taxonomia proposta por Bushee (1998), os autores dividiram os investidores institucionais em dois grupos: dedicados e transitórios, visando mensurar o impacto da participação de cada um deles no desempenho empresarial. O primeiro grupo foi formado pelos fundos de pensão e fundos públicos, já o segundo pelos demais investidores. Ou seja, neste estudo, assim como em outros revisados anteriormente, a diferenciação seguiu um critério previamente definido, não captando uma possível variação intragrupos.

A amostra foi composta por todas as empresas listadas no índice malasiano *Kuala Lumpur Composite Index* (KLCI), já os dados sobre os investidores institucionais foram obtidos a partir dos relatórios de referência das empresas no período 2002-2006. A hipótese era que investidores dedicados, devido ao tamanho e ao prazo da sua participação, seriam mais ativos

²¹ No que tange ao tipo de investidor, Brossard *et al.* (2013) diferenciaram investidores institucionais entre entidades ‘estratégicas’ ou não; e entre investidores ‘cinzas’ e ‘independentes’. Entidades ‘estratégicas’ foram definidas como *holdings*, investidores individuais, corporações e agências governamentais, enquanto bancos e seguradoras foram definidos como ‘cinzas’. Em relação à rotatividade da carteira, os autores distinguiram tais investidores entre ‘pacientes’ e ‘impacientes’. Como em Chen *et al.* (2007), investidores ‘impacientes’ foram definidos como aqueles cuja rotatividade da carteira foi qualificada como ‘moderada’ ou ‘alta’. Todos os critérios de classificação requeridos para tais diferenciações foram obtidos no banco de dados utilizado na pesquisa (*Thomson Financial Database: Thomson One Banker Ownership – TOBO*).

no monitoramento das empresas, otimizando o seu desempenho. Investidores transitórios, por outro lado, devido à elevada rotatividade e diversificação da sua carteira de investimento, teriam um horizonte de investimento de curto prazo, vendendo suas participações sempre que a companhia frustrasse as expectativas de retorno. Os resultados econométricos, no entanto, não corroboraram as hipóteses suscitadas. Enquanto a propriedade de investidores do tipo dedicado não influenciou o desempenho corporativo, a presença de investidores transitórios foi significativa e positivamente relacionada ao desempenho das companhias investidas.

O trabalho desenvolvido por Crane *et al.* (2016) abordou, especificamente, o papel dos investidores institucionais em mitigar problemas de agência, neste caso, por meio da política de distribuição de dividendos. Os autores atentaram para a endogeneidade da relação analisada, uma vez que ao mesmo tempo em que tais investidores influenciariam a política de dividendos, no sentido de sua ampliação, seriam atraídos por empresas que distribuíssem maior percentual do fluxo de caixa aos acionistas. A primeira relação, foco da análise, seria justificada pelos investidores institucionais possuírem maior *expertise* e interesse na avaliação do desempenho financeiro das empresas, assim como da qualidade da gestão e governança, reduzindo os custos de coordenação e melhorando o monitoramento.

A amostra do estudo consistiu nas empresas listadas no mercado norte-americano e presentes nos índices Russell 1000 e 2000 entre 1991 e 2006, enquanto a consideração da heterogeneidade dos investidores institucionais seguiu a metodologia proposta por Bushee (2001). Os resultados indicaram que tais agentes mitigaram os conflitos de agência via influência direta sobre o pagamento de maiores dividendos. Tal resultado foi válido para todos os tipos de investidores, inclusive aqueles que não são tradicionalmente considerados ativistas (*quasi-indexers* e transitórios).

As classificações discutidas explicitam a heterogênea gama de agentes a que o termo ‘investidores institucionais’ pode se referir. No entanto, parte delas não considera nem a variedade de composições que abarcam tais grupos, nem a significativa variação intragrupos em termos do perfil de investimento de cada investidor (BUSHEE 1998, 2001; CHEN *et al.*, 2007; BROSSARD *et al.*, 2013; CRANE *et al.*, 2016). Além disso, as pesquisas referenciadas, além de focarem majoritariamente na experiência dos países avançados, não consideram as diferentes formas de organização salientadas por Çelik e Isaksson (2013), que incorporam instituições subsidiárias de grandes corporações ou conglomerados financeiros. As próximas seções visam apresentar as metodologias de classificação e agrupamento utilizadas neste capítulo, cujo desenvolvimento se baseou nas discussões apresentadas pela literatura empírica.

2.3 Metodologia

2.3.1 Métodos de Análise

2.3.1.1 Análise fatorial: análise dos componentes principais

O objetivo metodológico deste capítulo é desenvolver uma tipologia de classificação e agrupamento dos investidores institucionais que figuram como acionistas de CNF brasileiras de capital aberto no período 2011-2016. Para tanto, são utilizadas duas técnicas. Em primeiro lugar, emprega-se a análise fatorial (especificamente, a análise dos componentes principais), tendo em vista compilar variáveis correlacionadas entre si em fatores que evidenciem características-chave não observáveis. Em segundo lugar, recorre-se à análise de *clusters*, na qual somam-se aos componentes definidos outras características próprias das observações transversais, visando o agrupamento de agentes semelhantes, sem desconsiderar, no entanto, a heterogeneidade entre eles.

A análise de componentes principais ou PCA (*Principal Component Analysis*) visa transformar as variáveis observadas, fortemente correlacionadas, em um conjunto menor de novas variáveis que são combinações lineares das variáveis originais, não são correlacionadas entre si e explicam o máximo possível a variância nos dados. Em outras palavras, por meio da PCA, é possível explorar a correlação entre as variáveis de caracterização dos investidores institucionais para, então, definir componentes sintéticos que, por abarcar a dimensionalidade desconhecida das variáveis observáveis, facilitam a discriminação eficiente dos distintos padrões de comportamento destes agentes.

Operacionalmente, esta pesquisa utiliza o comando “principal”, do pacote *psych*, do *software* R. Tal comando se baseia na matriz de correlação, que nada mais é que uma matriz de covariância calculada a partir de dados padronizados (obtidos pela divisão de cada covariância pelo produto dos desvios-padrão)²². Além da elevada correlação entre as variáveis amostrais, são utilizadas duas medidas para avaliar a adequação dos dados à técnica da análise fatorial: medida de adequação da amostra ou MSA (*Measure of Sampling Adequacy*) e teste de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)²³.

²² A utilização da matriz de correlação, portanto, gera resultados distintos quando as variáveis são expressas em diferentes escalas. No caso desta pesquisa, no entanto, as escalas são similares (com exceção da variável ‘VALOR’), razão pela qual as variações originais são similares e as matrizes quase proporcionais, gerando resultados muito próximos.

²³ Ambas as medidas de adequação se baseiam no coeficiente de correlação entre os pares de variáveis. Para uma aplicação bem-sucedida da análise fatorial, é desejável que haja uma associação linear expressiva entre as variáveis, sendo o coeficiente de correlação parcial amostral definido como o coeficiente de correlação linear entre os resíduos das variáveis utilizadas (HAIR *et al.*, 2009; FIGUEIREDO FILHO E SILVA JÚNIOR, 2010).

Uma vez confirmada a adequabilidade da amostra à técnica, obtêm-se, a partir da decomposição da matriz de correlação entre as variáveis observáveis, os autovalores (*eigenvalues*). O autovalor λ_j representa a variabilidade explicada pelo fator F_j , equivalente à soma dos quadrados das correlações entre o fator e as variáveis observáveis (a_i):

$$\lambda_j = \sum_{i=1}^n a_{ij}^2 \quad (2.1)$$

Como a finalidade dos autovalores é definir um conjunto de vetores independentes, não correlacionados, que expliquem o máximo a variabilidade dos dados, maximiza-se a variabilidade explicada das n variáveis observáveis X por meio do Fator 1. O Fator 2 é então definido sobre a variabilidade não explicada, de modo que, com a definição do n -ésimo fator, a variância acumulada explicada pelo último componente adicional seja de 100%. Em outras palavras, maximiza-se a variabilidade explicada por cada fator até que se obtenha n fatores que expliquem toda a variabilidade dos dados.

As variáveis observáveis X são inicialmente padronizadas de modo a terem média 0 e variância 1. Assim, a variabilidade total das n variáveis observáveis será necessariamente igual a n , sendo definida como:

$$\sum_{i=1}^n Var(X_i) = 1 + 1 + \dots + 1 = n \quad (2.2)$$

Já a porcentagem da variabilidade explicada pelo j -ésimo fator será dada por:

$$\%Variabilidade_j = \frac{\lambda_j}{n} \cdot 100 \quad (2.3)$$

Enquanto a parcela da variabilidade total da i -ésima variável X_i explicada pelos n fatores comuns F é denominada comunalidade (h_i^2) e definida como:

$$h_i^2 = \sum_{j=1}^n a_{ij}^2 \quad (2.4)$$

Para ampliar o potencial de interpretação da relação entre os fatores e as variáveis observadas (a_i), sem alterar o poder explanatório dos primeiros, pode-se recorrer a uma transformação linear denominada rotação dos eixos coordenados (JOHNSON e WICHERN, 2013). Existem vários métodos de rotação, podendo esta última ser oblíqua ou ortogonal. Devido à possível ambiguidade na análise dos resultados obtidos pela rotação oblíqua²⁴, optou-

²⁴ Apesar de a rotação oblíqua usualmente produzir modelos mais satisfatórios que a ortogonal, seus fatores são correlacionados, fazendo com que não se delimite uma medida única da importância de cada fator na explicação de uma determinada variável (MAIA, 2002).

se por considerar os métodos de rotação ortogonal Varimax e o Promax. Enquanto o método Varimax minimiza o número de variáveis que apresentam altas cargas em cada fator, o Promax desconsidera o pressuposto de independência entre os fatores, permitindo que os mesmos rotacionem livremente – o que simplifica sua interpretação (HAIR *et al.*, 2009).

Por meio do grau de dependência linear entre cada variável observável e cada um dos fatores comuns, denominado carga fatorial, são definidos os coeficientes lineares (*scores* fatoriais) que estimarão o valor previsto de cada fator em função das variáveis observadas. Ou seja, a estrutura de ponderações resultante da análise fatorial será utilizada para a construção de novas variáveis. Estas últimas, somadas a outros indicadores de cunho qualitativo, descreverão o comportamento dos investidores institucionais como acionistas das empresas brasileiras, tornando possível agrupá-los, via análise de *clusters*, segundo o seu modo de atuação e principais características.

2.3.1.2 Análise de *clusters*

O objetivo da análise de *cluster* é caracterizar os dados amostrais de forma a que investidores institucionais similares pertençam ao mesmo grupo, enquanto investidores heterogêneos – no que tange às mesmas características – pertençam a grupos diferentes. Em outras palavras, o algoritmo estabelecido pelo método de agrupamento eleito busca padrões nos dados para então agrupá-los segundo as características indicadas, alcançando o objetivo deste capítulo de incorporar no agrupamento a heterogeneidade dos investidores institucionais.

Existem diversas opções metodológicas para a análise de *cluster*. O método utilizado nesta pesquisa é o PAM (*partitioning around medoids*), muito similar ao *k-means*, no sentido em que também se baseia no princípio do agrupamento hierárquico aglomerativo, diferenciando-se apenas por definir os centros dos *clusters* como as próprias observações (medoides). Em síntese, *k* observações aleatórias são escolhidas para tornarem-se os medoides, atribuindo-se cada observação da amostra ao seu medoide mais próximo (a partir da matriz de distância de Gower). A partir deste agrupamento, busca-se pela observação que produziria a distância média mais baixa se fosse redefinida como o medoide. Caso seja encontrada, um novo medoide é definido, sendo o processo repetido até que nenhum medoide se altere²⁵.

²⁵ O método de agrupamento *k-means*, apesar de ser o mais popularmente empregado, não é o mais adequado nos casos em que a base de dados incorpora diferentes tipos de variáveis (no caso desta pesquisa, binárias e contínuas). O problema reside na forma como a dissimilaridade entre as variáveis é calculada. O *k-means* utiliza a distância euclidiana, que somente é válida para variáveis contínuas. Nesta pesquisa, utilizou-se a chamada distância de Gower que utiliza uma métrica de distância específica para cada tipo de variável: distância de manhattan no caso variáveis contínuas e coeficiente de Dice no caso das binárias. A distância de manhattan pode ser definida como a soma das diferenças entre *x* e *y* em cada dimensão. Num plano que contém os pontos P_1 e P_2 , com as coordenadas

Como aponta Maia (2006), amplia-se gradativamente o grau de generalização, movendo-se do cenário em que todas as observações são distintas entre si para aquele em que todas são consideradas semelhantes. A definição do número ideal de *clusters*, ou do grau de generalização adotado, é uma opção do pesquisador, podendo ser embasada na contribuição parcial de cada autovalor à variabilidade dos dados. No caso deste capítulo, o critério são autovalores (*eigenvalues*) superiores a 1. Ademais, os resultados são analisados graficamente, comparando a capacidade explanatória dos autovalores obtidos a partir dos dados observados com os embasados em uma matriz de dados aleatórios do mesmo tamanho que a original. Rupturas acentuadas no gráfico sugerem o número apropriado de componentes a serem extraídos.

Para verificação dos resultados obtidos pelo algoritmo de agrupamento, utiliza-se uma das principais medidas de validação interna, o *Silhouette coefficient* (*S*). Esta última consiste em uma medida de quão similar uma observação é do seu próprio *cluster*, em comparação ao *cluster* mais próximo. Assim, o coeficiente estima tanto se uma observação foi bem agrupada quanto, e conseqüentemente, a distância média entre os *clusters*²⁶. Quanto mais alto o valor de *S* (próximo a 1) melhor. Um *S* pequeno (em torno de 0) significa que a observação se situa entre dois *clusters*, enquanto observações com um *S* negativo provavelmente foram alocadas no *cluster* errado.

2.3.2 Amostra do estudo

Partiu-se de uma amostra composta por todas as empresas brasileiras de capital aberto, ativas em setembro de 2015 segundo a *Bloomberg*. Como o objetivo é analisar os investidores institucionais que figuram como acionistas de CNF, foram eliminadas aquelas empresas pertencentes aos setores de Finanças e seguros e Fundos – segundo categorização do *software* Económica. Complementarmente, foram excluídas aquelas empresas que, apesar de

(x_1, y_1) e (x_2, y_2) , respectivamente, a distância de manhattan é, então, dada por: $|x_1 - x_2| + |y_1 - y_2|$. Já o coeficiente de Dice pode ser interpretado como uma medida da proporção de coocorrência. Ou seja, como o fato de o investidor A possuir determinada característica que o investidor B não possui tem o mesmo valor de o investidor B possuir determinada característica que A não possui, atribui-se maior importância ao fato de ambos possuírem simultaneamente uma determinada característica. O coeficiente é definido pela seguinte equação: $\frac{2a}{2a+b+c}$ na qual *a* é número de variáveis binárias que igualam 1 para ambos os investidores, *b* é número de binárias que igualam 1 para este investidor e 0 para o outro e *c* é número de binárias que igualam 0 para este investidor e 1 para o outro.

²⁶ Para cada observação *i*, o coeficiente primeiro calcula a dissimilaridade média, d_i , entre uma observação *i* e todos os outros pontos do *cluster* ao qual ela pertence. Feito isso, para todos os outros *clusters* *C* aos quais *i* não pertence, o coeficiente calcula a dissimilaridade média entre *i* e todas as observações de *C*, denominada $D(i, C)$. A dissimilaridade entre *i* e o *cluster* mais próximo ao qual ela não pertence é definida como: $b_i = \min_C D(i, C)$. Já o *silhouette coefficient* da observação *i* é definido como: $S_i = \frac{(b_i - a_i)}{\max(a_i, b_i)}$.

classificadas como ‘Outros’ pela Economática, pertenciam ao segmento bancário segundo a B3, resultando em uma amostra de 289 empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto.

Após classificar os investidores institucionais segundo o seu perfil de investimento, pretende-se agrupá-los e incorporar os *clusters* resultantes em modelos que visam mensurar o tipo de influência exercida por estes agentes sobre as estratégias corporativas. Por este motivo, foram mantidas apenas as empresas que emitiram ações com direito a voto no período analisado. A partir deste critério, foram excluídas 18 companhias, de modo que a amostra passou a contar com 271 empresas.

O período analisado compreendeu os anos entre 2011 e 2016. Tal restrição é devida às alterações nas normas de contabilidade brasileiras em resposta à iniciativa de padronizá-las conforme os padrões internacionais sugeridos pela *International Accounting Standard Board* (IASB), o chamado *International Finance Report Standard* (IFRS). As alterações propostas impactaram, entre outras contas das demonstrações contábeis, a conta relativa às aplicações financeiras. Considerando que a base de dados elaborada é utilizada para outras análises, torna-se fundamental garantir que as normas de referência sejam as mesmas entre os anos e empresas avaliadas, evitando distorções²⁷. Tais critérios resultaram em uma amostra final composta por 269 empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto.

Foram utilizados dados trimestrais do percentual de participação e número de ações de todos os acionistas declarados pelas empresas da amostra, obtidos no software Economática. As companhias são obrigadas a divulgar somente um formulário de referência anual, sendo a maioria das divulgações ao longo do ano retificadoras. Por este motivo, optou-se por manter o primeiro formulário mais completo de cada empresa em cada ano. Nos casos em que a soma dos acionistas diferiu de 100%, verificou-se a divulgação completa mais próxima²⁸.

Por fim, para garantir a análise dos investidores institucionais que possuam uma participação conjunta expressiva, que garanta a capacidade de influenciar as estratégias corporativas, filtrou-se, além das ações ordinárias, aqueles acionistas com participação superior a 5% (BROSSARD *et al.*, 2013; KATAN e MAT NOR, 2015). Outra motivação para tal filtro é o fato de as empresas no Brasil somente serem obrigadas a divulgar os acionistas com tal participação mínima. Ou seja, apesar de algumas companhias divulgarem todos os seus

²⁷ As novas normas tornaram-se obrigatórias a partir de 2010. No entanto, tal ano serviu de referência para a elaboração das variáveis definidas como taxas de variação.

²⁸ Considerar a primeira divulgação mais completa responde a iniciativa de adotar um critério amplo, que possa ser aplicado a todas as empresas e mitigue a compilação de estruturas acionárias incompletas ou nas quais a soma dos percentuais de participação difira de 100%. Somente em três casos a primeira divulgação não foi a mais completa, tendo sido utilizada a divulgação completa imediatamente posterior.

acionistas, independentemente da porcentagem de participação, considerá-los poderia acarretar vieses amostrais.

A partir de tais considerações, delimitou-se uma lista com um total de 1.043 acionistas. Estes últimos foram inicialmente classificados em oito categorias²⁹, sendo elas:

1. *Asset managers*: inclui fundos de investimento, *capital investors*, gestoras e administradoras de recursos, *equity e investment partners*, clubes de investimentos e corretora de valores. Desta forma, parte destes investidores poderia, também, negociar seguros e planos de previdência, apesar de não ser caracterizada como tal por esta não ser sua atividade final e/ou exclusiva;
2. Fundos e institutos de pensão e seguridade social;
3. Seguradoras;
4. Pessoa física, famílias, *holdings* familiares e subscritas por pessoa física;
5. Companhias não financeiras e empresas de consultoria empresarial;
6. Bancos e empresas financeiras;
7. Governo;
8. Outros: administradores e conselheiros, associação de funcionários, demais membros do acordo de acionistas, companhias para as quais não há informações *on-line*, fundações, ONG's, entre outros.

Casos de mudança na razão social foram avaliados, tendo sido realizada uma pesquisa individual que unificou a participação sempre que comprovada a mudança³⁰. Desdobramentos, grupamentos ou desagrupamentos de ações, assim como mudanças no capital social, apesar de implicarem alterações no número de ações detidas, não foram ajustados. Isto porque, além de tais informações terem sido medidas em porcentagem, as variáveis definidas a partir delas serviram de base para o cálculo dos componentes principais. Como a análise fatorial padroniza as variáveis, tais diferenças escalares não seriam determinantes na definição dos *clusters*.

²⁹ Os acionistas foram inicialmente categorizados sempre que automaticamente reconhecíveis como parte de uma das categorias definidas. Os remanescentes foram individualmente categorizados a partir da classificação CNAE (Cadastro Nacional de Atividade Econômica), disponibilizada pela Receita Federal, por meio da consulta ao CNPJ (Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica) da entidade. Nos casos em que tais acionistas eram reconhecidamente pertencentes à outra categoria que não a delimitada pela referida classificação (possivelmente muito abrangente), foi mantida a categoria identificada pela busca *on-line* (baseada no site das próprias instituições e em informações divulgadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), B3 ou pelas companhias investidas, como, por exemplo, nos avisos de fato relevante).

³⁰ A comprovação da mudança na razão social ocorreu somente em um dos casos: a Fundação dos Funcionários da Empresa Zivi e Hercules S/A foi renomeada como Fundação Abramo Eberle. A unificação de tais investidores resulta em uma amostra final de 1.042 acionistas.

Dos 1.042 acionistas, 364 foram considerados institucionais (*asset managers*, fundos e institutos de pensão e seguridade social e seguradoras, ou seja, categorias 1, 2 e 3). Estes últimos foram, então, classificados segundo três categorias adicionais (variáveis categóricas):

1. Categoria A: nacional ou internacional;
2. Categoria B: público ou privado;
3. Categoria C: dependente ou independente.

Nos casos em que o fundo e/ou subsidiária pertencia a um grupo internacional o acionista foi considerado estrangeiro mesmo que com registro no Brasil. Analogamente, se pertencia a um indivíduo ou grupo brasileiro foi considerado nacional mesmo que com registro em outro país, como, por exemplo, paraísos fiscais. Além disso, foram definidos como *asset managers* dependentes os que são subsidiárias de um grupo ou conglomerado financeiro. A definição como independente considera o gestor da carteira e não o seu administrador. Nos casos dos fundos de pensão, são considerados independentes aqueles relativos às empresas privadas. Fundos de investimento inteiramente subscritos por outro investidor institucional tiveram sua classificação baseada neste último³¹.

Como pode ser evidenciado na Tabela 2.1, os fundos de pensão são a categoria com maior porcentagem de investidores nacionais e estatais. Por outro lado, *asset managers* privados e independentes, ou seja, que não são parte de conglomerados financeiros, são a maioria neste grupo, sendo equilibrado o número de investidores nacionais e internacionais. Entre as seguradoras, categoria com o menor número de investidores da amostra, também a metade é nacional, enquanto um quarto é independente. Para a amostra como um todo, há evidência de um equilíbrio entre investidores nacionais e estrangeiros. Por outro lado, investidores privados independentes são a maioria entre os acionistas das empresas brasileiras no período.

³¹ Em suma, fundos e subsidiárias com padrões de investimento diferentes do de seu gestor foram individualmente classificados. As características adicionadas na análise de *cluster*, no entanto, foram baseadas neste último. Ou seja, o perfil de investimento segue o padrão do investidor (designado pela companhia como acionista), enquanto as características adicionadas na análise de *cluster* (Categorias A, B e C) são as do gestor do portfólio. Por essa razão, uma mesma instituição pode pertencer a *clusters* distintos, tendo a Categoria C sido criada, entre outros motivos, para mitigar os efeitos dessa escolha metodológica. Vale mencionar que, em geral, os diferentes fundos de um mesmo gestor foram agrupados no mesmo *cluster*. Mas, há casos, como os de fundos de pensão que possuem fundos de ações, nos quais a organização está em um *cluster* e o fundo por ela gerido em outro, corroborando a existência de um tipo de segmentação interna.

Tabela 2.1 – Porcentagem de investidores institucionais por classificação e categoria

	<i>Asset Manager</i>	Fundo de pensão	Seguradora	Total
<i>n</i>	323	19	4	346
	Categoria A (nacional ou internacional)			
Nacional (%)	53,87	73,68	50,00	54,91
Internacional (%)	46,13	26,32	50,00	45,09
	Categoria B (público ou privado)			
Estatual (%)	3,1	47,37	0,00	5,49
Privado (%)	96,9	52,63	100,00	94,51
	Categoria C (dependente ou independente)			
Independente (%)	70,9	36,84	25,00	68,5
Dependente (%)	29,1	63,16	75,00	31,5

Fonte: elaboração própria.

2.3.3 Variáveis explicativas

Uma vez obtida a base de dados dos investidores institucionais, caracterizou-se o modo de atuação destes acionistas no mercado brasileiro a partir de uma série de variáveis que, por meio da análise fatorial, foram agregadas em quatro fatores comuns.

Dentre as 269 empresas analisadas, 165 delas continham investidores institucionais entre os seus principais acionistas (com participação superior a 5%). Para tais acionistas, foram definidas 17 variáveis cujo finalidade era captar quatro fatores não observáveis: posição nas empresas investidas, grau de diversificação, estabilidade do portfólio e influência marginal. Tais fatores foram definidos *ex-ante* e tiveram base na revisão da literatura empírica desenvolvida no tópico 2.2. As variáveis utilizadas para delimitação dos fatores comuns são apresentadas e, quando necessário, explicadas a seguir:

1. Número de empresas investidas (*NE*);
2. Número de setores investidos (*NS*);
3. Valor do investimento (*VALOR*): definido como a soma do valor resultante da multiplicação entre o preço e o número das ações detidas pelo investidor em cada empresa investida no referido ano;
4. Participação percentual média do investidor nas empresas investidas (*PM*);
5. Percentual de grandes blocos (acima de 10%) no portfólio (*PGB*): por exemplo, caso o investidor tenha participação superior a 10% em 5 empresas de um total de 10 empresas, a variável terá o valor de 50%;

6. Porcentagem do portfólio em que a posição se alterou anualmente (*VP*): por exemplo, caso o investidor tenha alterado sua posição em cinco de 10 empresas investidas entre um ano e outro, a variável terá o valor de 50%;
7. Número de vezes em que o acionista passou ou deixou de constar na base de dados: foram criadas duas variáveis, uma para contabilizar a entrada e outra para registrar a saída do investidor do mercado acionário brasileiro (*DE, DS*);
8. Porcentagem de empresas em que a magnitude da variação da posição foi baixa (entre 1% e 6%) (*VPB*): por exemplo, caso o investidor tenha alterado sua posição nesta faixa de magnitude em uma de 10 empresas investidas, entre um ano e outro, a variável terá o valor de 10%. Não havendo informações sobre a participação anterior à entrada, nem sobre a posterior saída da companhia, definiu-se que tais posições correspondiam a 4% do capital próprio. Isto porque, como a declaração é obrigatória somente para participações superiores a 5%, há a possibilidade de investidores aparecerem em anos descontínuos por oscilarem em patamares próximos, porém inferiores a 5% (e não por deixarem de ou passarem a ser acionistas). Caso este ajuste não fosse feito, variações de uma posição inferior a 5% (por exemplo, igual a 4%) para uma marginalmente superior a 5% (por exemplo, igual a 6%) não seriam consideradas como mudança na posição, mas como ‘entrada’ no mercado acionário brasileiro. Uma importante vantagem deste indicador diz respeito à possibilidade de interpretação de pequenas mudanças de posição como oscilações em torno de um patamar mínimo de influência³²;
9. Número de vezes em que houve variação percentual da posição nas empresas (*NVP*);
10. Número de vezes em que houve variação percentual da posição nas empresas em cada patamar de variação (baixo, médio e alto), segundo magnitude da variação (1-10%, 10-50% ou acima de 50%) (*NVPB, NVPM, NVPA*);
11. Número de empresas em que o investidor não alterou a quantidade de ações detidas em relação ao total de empresas investidas no intervalo de dois anos (*PM1*): este indicador mensurou o nível de estabilidade pela porcentagem do portfólio que não se alterou ao longo de dois anos, incorporando em seu denominador todas as empresas investidas no período;
12. Número de empresas em que o investidor não alterou a quantidade de ações detidas por dois anos em relação ao total de empresas investidas no início do intervalo (*PM2*): este

³² O intervalo entre 1% e 6% se justifica pela participação mínima inicial ou final ter sido definida como 4%, enquanto a participação em grandes blocos foi definida como 10%. Ou seja, foca-se nas variações na posição cujo resultado seja inferior à porcentagem definida como de grandes blocos.

indicador, diferente do anterior, não abarcou investimentos em novas empresas. Por exemplo, caso o investidor fosse acionista de 10 empresas no ano 1 e passasse a investir em outras 10 empresas no decorrer do período, mantendo-se estável em cinco empresas ao longo de dois anos, o indicador *PMI* assumiria o valor de 25% (5/20), enquanto o indicador *PM2* o de 50% (5/10);

13. Porcentagem do portfólio em que o acionista passou ou deixou de ter 5% de participação (*GI* e *PI*, respectivamente): tais variáveis visaram captar o ganho ou a perda de influência dos investidores institucionais entre as companhias brasileiras. Por exemplo, caso o investidor fosse acionista de oito empresas no início do período, alcançasse uma participação superior a 5% em duas empresas e reduzisse sua participação – para um percentual inferior a 5% – em uma empresa no decorrer do ano, o indicador de ganho de influência assumiria um valor de 25%, enquanto o indicador de perda de influência seria de 12,50%.

O Quadro 2.1 apresenta um resumo das variáveis de caracterização dos investidores institucionais definidas nesta pesquisa.

Quadro 2.1 – Resumo das variáveis para caracterização do perfil de investimento dos investidores institucionais

Variável	Definição
<i>NE</i>	Número médio de empresas investidas
<i>NS</i>	Número médio de setores investidos
<i>VALOR</i>	Média do investimento anual
<i>PM</i>	Participação percentual média nas empresas do portfólio
<i>PGB</i>	Porcentagem média de empresas com participação superior a 10% no portfólio
<i>VP</i>	Porcentagem do portfólio em que houve variação percentual na posição
<i>VPB</i>	Porcentagem do portfólio em que a variação percentual na posição foi entre 1% e 6%
<i>DE</i>	Número de vezes em que o investidor ingressou no mercado acionário brasileiro
<i>DS</i>	Número de vezes em que o investidor quitou sua posição no mercado acionário brasileiro
<i>NVP</i>	Número médio de vezes em que houve variação percentual na posição
<i>NVPB</i>	Número médio de vezes em que a magnitude da variação percentual na posição (em módulo) foi entre 1 e 10%
<i>NVPM</i>	Número médio de vezes em que a magnitude da variação percentual na posição (em módulo) foi entre 10 e 50%
<i>NVPA</i>	Número médio de vezes em que a magnitude da variação percentual na posição (em módulo) foi acima de 50%
<i>GI</i>	Média da porcentagem do portfólio em que houve ganho de influência
<i>PI</i>	Média da porcentagem do portfólio em que houve perda de influência
<i>PM1</i>	Porcentagem média do portfólio mantida estável por dois anos consecutivos (base: total de empresas investidas no intervalo)
<i>PM2</i>	Porcentagem média do portfólio mantida estável por dois anos consecutivos (base: total de empresas investidas no ano inicial)

Fonte: elaboração própria.

Como se optou por considerar todo o período na análise fatorial, cada investidor institucional detém somente uma observação para cada variável, equivalente à média no intervalo entre 2011 e 2016 (com exceção das variáveis de contagem cujo valor corresponde à soma no período). Tal opção metodológica implica não haver mudança de *cluster* entre os anos³³. Sua adoção visa simplificar a metodologia empregada não só nesta pesquisa, mas também nas que venham a incorporar a classificação desenvolvida em suas análises.

A Tabela 2.2 mostra as estatísticas descritivas da amostra. Observou-se que os fundos de pensão investiram, em média, em um número maior de empresas (*NE*) e setores (*NS*), com maior porcentagem da carteira mantida em grandes blocos (*PBG*). Os *asset managers*

³³ Parte dos fatores não puderam ser calculados para todos os investidores devido à falta de informações suficientes no período. Por isso, a análise de *cluster* se baseia em 346 investidores institucionais.

tiveram maiores montantes investidos (*VALOR*) nas empresas analisadas, apresentando também maiores mudanças em suas posições em relação aos demais agentes, como mostram as variáveis *VP*, *GI* e *PI*. As seguradoras, por sua vez, apresentaram maiores médias de participação (*PM*) – seguidas por fundos de pensão e *asset managers* – apesar de o valor investido (*VALOR*) ter sido o menor entre as categorias consideradas.

Considerada a amostra como um todo, foi baixo o número médio de empresas (*NE*) e setores (*NS*) investidos, mas relativamente alta a participação média nas companhias (*PM*). A porcentagem do portfólio mantida em grandes blocos (*PGB*) também se demonstrou bastante elevada, aproximadamente 40%. Como esperado, a dinâmica de mudança nas posições seguiu o padrão observado para os *asset managers* – maioria na amostra. A porcentagem do portfólio em que houve variação percentual na posição (*VP*) foi elevada, principalmente em percentuais baixos (*VPB*). Por outro lado, o número de entradas e saídas do mercado acionário brasileiro (*DE* e *DS*) foi relativamente baixo, assim como o número médio de vezes em que houve variação percentual na posição, seja média ou alta. Ao contrário, a média da porcentagem do portfólio em que houve ganho ou perda de influência foi alta. No que tange à estabilidade, a porcentagem média do portfólio da amostra mantida continuamente por dois anos foi relativamente baixa.

Tabela 2.2 – Estatísticas descritivas das variáveis por classificação

	<i>Categorias</i>	<i>n</i>	<i>NE</i>	<i>NS</i>	<i>VALOR</i> (milhares R\$)	<i>PM</i> (%)	<i>PBG</i> (%)	<i>VP</i> (%)	<i>VPB</i> (%)	<i>DE</i>	<i>DS</i>	<i>NVP</i>	<i>NVPB</i>	<i>NVPM</i>	<i>NVPA</i>	<i>GI</i> (%)	<i>PI</i> (%)	<i>PM1</i> (%)	<i>PM2</i> (%)
<i>Média</i>	<i>Asset Manager</i>	323	1,27	1,19	23.245	13,26	39,01	78,86	19,63	0,85	0,52	1,11	0,08	0,12	0,09	7,21	4,89	9,41	9,92
	<i>Fundo de pensão</i>	19	2,13	1,71	3.976	14,53	57,53	47,80	11,70	0,42	0,37	1,06	0,19	0,18	0,10	2,80	3,19	32,07	33,10
	<i>Seguradora</i>	4	1,10	1,10	540	17,34	31,25	47,08	20,83	1,00	1,00	0,60	0,10	0,09	0,10	0,00	2,50	24,58	24,58
	<i>Total</i>	346	1,32	1,22	21.924	13,37	39,93	76,78	19,21	0,83	0,52	1,10	0,09	0,12	0,09	6,89	4,77	10,83	11,37
<i>Mediana</i>	<i>Asset Manager</i>	323	1,00	1,00	202	8,45	0,00	100	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	<i>Fundo de pensão</i>	19	1,00	1,00	296	11,49	72,03	42,63	11,57	0,00	0,00	0,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	33,33	38,34
	<i>Seguradora</i>	4	1,00	1,00	212	8,56	12,50	36,67	16,67	1,00	1,00	0,37	0,00	0,08	0,10	0,00	0,00	29,17	29,17
	<i>Total</i>	346	1,00	1,00	207	8,51	8,33	97,92	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Min</i>	<i>Asset Manager</i>	323	1,00	1,00	0	5,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	<i>Fundo de pensão</i>	19	1,00	1,00	37	5,36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	<i>Seguradora</i>	4	1,00	1,00	20	6,14	0,00	25,00	0,00	1,00	0,00	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	<i>Total</i>	346	1,00	1,00	0	5,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Max</i>	<i>Asset Manager</i>	323	9,40	5,75	3.409.498	96,09	100	100	150,00	2,00	2,00	11,60	1,50	2,20	1,00	88,89	66,67	100	100
	<i>Fundo de pensão</i>	19	12,67	7,33	44.607	52,92	100	100	33,33	1,00	2,00	6,33	1,17	1,17	0,67	20,00	30,00	100	100
	<i>Seguradora</i>	4	1,40	1,40	1.716	46,10	100	90,00	50,00	1,00	2,00	1,40	0,40	0,20	0,20	0,00	10,00	40,00	40,00
	<i>Total</i>	346	12,67	7,33	3.409.498	96,09	100	100	150,00	2,00	2,00	11,60	1,50	2,20	1,00	88,89	66,67	100	100

Nota: *NE* = Número de empresas; *NS* = Número de setores; *Valor* = Valor do investimento anual; *PM* = Participação percentual média; *PGB* = Porcentagem de grandes blocos; *VP* = Variação percentual na posição; *VPB* = Variação percentual baixa; *DE* = Dummy de entrada; *DS* = Dummy de saída; *NVP* = Número de vezes em que houve variação percentual; *NVPB* = *NVP* baixa; *NVPM* = *NVP* média; *NVPA* = *NVP* alta; *GI* = Ganho de influência; *PI* = Perda de influência; *PM1* = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no intervalo); *PM2* = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no ano inicial).

Fonte: elaboração própria.

2.4 Resultados

2.4.1 Análise fatorial: fatores do perfil de investimento dos investidores institucionais

A Tabela 2.3 apresenta a correlação entre as variáveis definidas para caracterização do perfil de investimento dos investidores institucionais. O número de empresas investidas (*NE*) é altamente correlacionado com o número de setores (*NS*) e de vezes em que o investidor altera sua participação percentual (*NVP*) – independentemente da magnitude em que tal variação ocorre. Espera-se, portanto, que investidores com participação acionária em poucas empresas, mais especializados, alterem menos sua posição.

A variável relativa ao valor do investimento (*VALOR*) não é muito correlacionada com as demais. Em contrapartida, como esperado, a participação acionária média dos investidores institucionais nas empresas da amostra (*PM*) possui alta correlação com a participação em grandes blocos (*PGB*), ou seja, participações acionárias superiores a 10%. Já as variáveis relativas ao percentual mantido (*PM1*, *PM2*) são altamente correlacionadas entre si, mas negativamente correlacionadas com a variável de variação percentual (*VP*). A *dummy* de entrada no mercado corporativo brasileiro (*DE*), por sua vez, é negativamente correlacionada com as variáveis de estabilidade (*PM1*, *PM2*) e positivamente correlacionada com a de variação percentual (*VP*).

A variável, que capta especificamente pequenas variações percentuais na posição (*VPB*), ou seja, entre 1% e 6%, demonstra-se muito correlacionada às variáveis de ganho e perda de influência (*GI* e *PI*, respectivamente). Esta relação era também esperada uma vez que tais indicadores são comuns aos investidores que oscilam sua posição em torno da mínima necessária para o exercício de alguma influência.

Os diferentes patamares de magnitude da variação percentual na posição (*NVPB*, *NVPM* e *NVPA*) não são muito correlacionados entre si, indicando a existência de um padrão de comportamento – investidores caracterizados por variações percentuais de pequena magnitude em um grande número de empresas não são inclinados a grandes variações, e vice-versa. Por outro lado, as variáveis de ganho e perda de influência (*GI* e *PI*) são muito correlacionadas entre si. Esta última correlação parece demonstrar que os investidores que ganham influência – pelo critério estabelecido – são os mesmos que perdem. Isto porque, variam sua posição em torno do patamar de 5% em grande parte do seu portfólio.

Tabela 2.3 – Matriz de correlações lineares entre as variáveis da pesquisa, 2011-2016

	<i>NE</i>	<i>NS</i>	<i>VALOR</i>	<i>PM</i>	<i>PGB</i>	<i>VP</i>	<i>VPB</i>	<i>DE</i>	<i>DS</i>	<i>NVP</i>	<i>NVPB</i>	<i>NVPM</i>	<i>NVPA</i>	<i>GI</i>	<i>PI</i>	<i>PM1</i>	<i>PM2</i>
<i>NE</i>	1,00	0,94	0,01	-0,05	0,01	-0,03	0,28	-0,21	-0,16	0,85	0,56	0,60	0,38	0,31	0,33	0,01	0,04
<i>NS</i>		1,00	0,02	-0,05	0,00	-0,01	0,30	-0,21	-0,17	0,82	0,58	0,58	0,39	0,32	0,34	0,01	0,04
<i>VALOR</i>			1,00	0,12	0,10	-0,07	0,00	-0,14	-0,08	-0,02	0,02	0,04	0,08	-0,03	-0,02	0,04	0,03
<i>PM</i>				1,00	0,62	-0,15	-0,11	-0,09	-0,12	-0,12	-0,05	0,05	0,07	-0,12	-0,13	0,13	0,12
<i>PGB</i>					1,00	-0,19	-0,13	-0,16	-0,16	-0,10	-0,02	0,09	0,14	-0,12	-0,15	0,15	0,14
<i>VP</i>						1,00	0,09	0,43	0,09	0,33	0,05	0,05	0,10	0,10	0,09	-0,83	-0,83
<i>VPB</i>							1,00	-0,23	-0,01	0,43	0,22	0,32	0,31	0,76	0,75	-0,12	-0,09
<i>DE</i>								1,00	0,25	-0,07	-0,30	-0,24	-0,22	-0,13	-0,15	-0,40	-0,40
<i>DS</i>									1,00	-0,10	-0,11	-0,10	-0,23	-0,08	-0,01	-0,08	-0,09
<i>NVP</i>										1,00	0,53	0,59	0,39	0,47	0,52	-0,28	-0,25
<i>NVPB</i>											1,00	0,44	0,23	0,14	0,22	-0,06	-0,05
<i>NVPM</i>												1,00	0,26	0,20	0,20	-0,11	-0,10
<i>NVPA</i>													1,00	0,20	0,17	-0,09	-0,08
<i>GI</i>														1,00	0,80	-0,13	-0,09
<i>PI</i>															1,00	-0,11	-0,09
<i>PM1</i>																1,00	0,99
<i>PM2</i>																	1,00

Nota: *NE* = Número de empresas; *NS* = Número de setores; *Valor* = Valor do investimento anual; *PM* = Participação percentual média; *PGB* = Porcentagem de grandes blocos; *VP* = Variação percentual na posição; *VPB* = Variação percentual baixa; *DE* = Dummy de entrada; *DS* = Dummy de saída; *NVP* = Número de vezes em que houve variação percentual; *NVPB* = *NVP* baixa; *NVPM* = *NVP* média; *NVPA* = *NVP* alta; *GI* = Ganho de influência; *PI* = Perda de influência; *PM1* = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no intervalo); *PM2* = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no ano inicial).

Fonte: elaboração própria.

As estatísticas de adequação MSA são apresentadas na Tabela 2.4. Todas as variáveis têm adequação superior a 0,6, considerada adequada, sendo que a maioria possui adequação superior a 0,7. Seis variáveis têm adequação meritória (superior a 0,8), sendo uma delas excelente (superior a 0,9). A adequação amostral, obtida pela estatística KMO, é também adequada, sendo igual a 0,762 (HAIR *et al.*, 2009; FIGUEIREDO FILHO e SILVA JÚNIOR, 2010).

Tabela 2.4 – Estatísticas de adequação MSA de cada variável da pesquisa

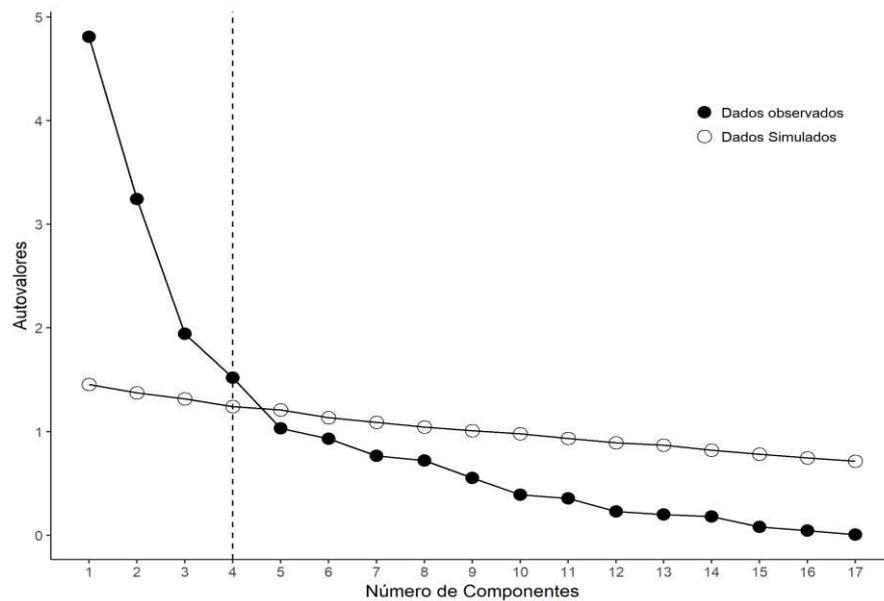
Variável	MMA
<i>NE</i>	0,7547
<i>NS</i>	0,8393
<i>VALOR</i>	0,7564
<i>PM</i>	0,6068
<i>PGB</i>	0,6113
<i>VP</i>	0,8082
<i>VPB</i>	0,7747
<i>DE</i>	0,8293
<i>DS</i>	0,7225
<i>NVP</i>	0,8048
<i>NVPB</i>	0,9026
<i>NVPM</i>	0,8396
<i>NVPA</i>	0,7956
<i>GI</i>	0,768
<i>PI</i>	0,7515
<i>PM1</i>	0,6504
<i>PM2</i>	0,6483

Nota: *NE* = Número de empresas; *NS* = Número de setores; *Valor* = Valor do investimento anual; *PM* = Participação percentual média; *PGB* = Porcentagem de grandes blocos; *VP* = Variação percentual na posição; *VPB* = Variação percentual baixa; *DE* = Dummy de entrada; *DS* = Dummy de saída; *NVP* = Número de vezes em que houve variação percentual; *NVPB* = *NVP* baixa; *NVPM* = *NVP* média; *NVPA* = *NVP* alta; *GI* = Ganho de influência; *PI* = Perda de influência; *PM1* = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no intervalo); *PM2* = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no ano inicial).

Fonte: elaboração própria.

Confirmada a adequação dos dados à técnica da análise fatorial, recorre-se à análise gráfica para definir o número de fatores a ser considerado pelo método dos componentes principais. A ruptura presente no Gráfico 2.1 indica a definição de quatro componentes como a mais adequada.

Gráfico 2.1 – Variância explicada pelos componentes principais



Fonte: elaboração própria.

Os autovalores (*eigenvalues*) são apresentados na Tabela 2.5. O critério de *Kaiser* sugere utilizar os fatores com autovalores iguais ou superiores a uma unidade. Como pode ser visualizado na primeira linha da tabela, os quatro componentes apresentam autovalor superior a 1. Além disso, o terceiro componente principal responde por cerca de 59% da variabilidade total das dezessete variáveis utilizadas (*var acumulada*). Considerando o quarto componente, a proporção da variância total explicada é de aproximadamente 68%.

Tabela 2.5 – Autovalores, peso relativo de cada componente na variância total e variância acumulada explicada por cada componente adicional

	PC1	PC2	PC3	PC4
Autovalores	4,8110	3,2450	1,9450	1,5180
Var proporcional	0,2830	0,1910	0,1140	0,0890
Var acumulada	0,2830	0,4740	0,5880	0,6780

Fonte: elaboração própria.

A análise fatorial pelo método PCA, portanto, é baseada em quatro componentes, com cargas fatoriais dadas pela Tabela 2.6. As cargas fatoriais (*factors*) são as correlações entre as variáveis observadas e os fatores de modo que quanto maior a carga fatorial maior a

correlação entre a variável e o respectivo fator. As cargas fatoriais consideradas relevantes são aquelas com valores superiores a 0,5.

Tabela 2.6 – Cargas fatoriais de cada componente para cada variável da pesquisa

Variável	PC1	PC2	PC3	PC4
<i>NE</i>	0,825	0,25	0,239	-0,292
<i>NS</i>	0,828	0,246	0,229	-0,28
<i>VALOR</i>		0,15	0,157	0,257
<i>PM</i>	-0,128	0,309	0,458	0,592
<i>PGB</i>		0,368	0,502	0,557
<i>VP</i>	0,227	-0,859	0,221	
<i>VPB</i>	0,658		-0,517	0,36
<i>DE</i>	-0,246	-0,64		-0,127
<i>DS</i>	-0,167	-0,276	-0,224	-0,227
<i>NVP</i>	0,912		0,143	-0,144
<i>NVPB</i>	0,617	0,159	0,243	-0,259
<i>NVPM</i>	0,658	0,136	0,302	
<i>NVPA</i>	0,495	0,112	0,23	0,244
<i>GI</i>	0,64		-0,555	0,358
<i>PI</i>	0,661		-0,559	0,292
<i>PM1</i>	-0,248	0,885	-0,25	-0,162
<i>PM2</i>	-0,216	0,889	-0,265	-0,163

Nota: *NE* = Número de empresas; *NS* = Número de setores; *Valor* = Valor do investimento anual; *PM* = Participação percentual média; *PGB* = Porcentagem de grandes blocos; *VP* = Variação percentual na posição; *VPB* = Variação percentual baixa; *DE* = Dummy de entrada; *DS* = Dummy de saída; *NVP* = Número de vezes em que houve variação percentual; *NVPB* = *NVP* baixa; *NVPM* = *NVP* média; *NVPA* = *NVP* alta; *GI* = Ganho de influência; *PI* = Perda de influência; *PM1* = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no intervalo); *PM2* = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no ano inicial).

Fonte: elaboração própria.

Obtidas as cargas fatoriais, passa-se à estimação das comunalidades e das especificidades (Tabela 2.7). A maioria dos valores de comunalidade é superior a 0,5. Ou seja, mais da metade da variância das variáveis é captada pelos componentes considerados, indicando um bom ajuste da análise. Em mais de 50% das variáveis, a variância captada pelos componentes supera 80%, indicando alto poder de explicação destas variáveis pelo fator. As variáveis *VALOR*, *DS* e *NVPA* possuem elevada especificidade, ou seja, há uma proporção destas variáveis não compartilhada com as demais, fazendo com que mais de metade da sua variância não seja explicada pelos fatores, reduzindo a relevância das mesmas na análise fatorial.

Tabela 2.7 – Comunalidade e especificidade de cada variável da pesquisa

Variáveis	Comunalidade (<i>Communality</i>)	Especificidade (<i>Uniqueness</i>)
<i>NE</i>	0,8852	0,1148
<i>NS</i>	0,8778	0,1222
<i>VALOR</i>	0,1130	0,8870
<i>PM</i>	0,6720	0,3280
<i>PGB</i>	0,7058	0,2942
<i>VP</i>	0,8462	0,1538
<i>VPB</i>	0,8310	0,1690
<i>DE</i>	0,4926	0,5074
<i>DS</i>	0,2057	0,7943
<i>NVP</i>	0,8823	0,1177
<i>NVPB</i>	0,5326	0,4674
<i>NVPM</i>	0,5503	0,4497
<i>NVPA</i>	0,3697	0,6303
<i>GI</i>	0,8499	0,1501
<i>PI</i>	0,8374	0,1626
<i>PM 1</i>	0,9340	0,0660
<i>PM 2</i>	0,9334	0,0666

Nota: *NE* = Número de empresas; *NS* = Número de setores; *Valor* = Valor do investimento anual; *PM* = Participação percentual média; *PGB* = Porcentagem de grandes blocos; *VP* = Variação percentual na posição; *VPB* = Variação percentual baixa; *DE* = Dummy de entrada; *DS* = Dummy de saída; *NVP* = Número de vezes em que houve variação percentual; *NVPB* = *NVP* baixa; *NVPM* = *NVP* média; *NVPA* = *NVP* alta; *GI* = Ganho de influência; *PI* = Perda de influência; *PM1* = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no intervalo); *PM2* = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no ano inicial).

Fonte: elaboração própria.

Realizou-se uma rotação tanto pelo método Varimax quanto pelo método Promax. Ambos os métodos tiveram resultados semelhantes de modo que a opção pela interpretação dos resultados obtidos pelo método Promax é devida a diferenças marginais (Tabela 2.8)³⁴.

³⁴ Os resultados obtidos pelo método Varimax são apresentados no Anexo 1.

Tabela 2.8 – Resultados da PCA com rotação pelo método Promax

Variáveis	PC1	PC2	PC3	PC4
<i>NE</i>	0,982			
<i>NS</i>	0,971			
<i>VALOR</i>				0,344
<i>PM</i>	-0,187			0,844
<i>PGB</i>	-0,102		-0,100	0,852
<i>VP</i>		-0,915		
<i>VPB</i>			0,920	
<i>DE</i>	-0,197	-0,528	-0,217	-0,210
<i>DS</i>	-0,147			-0,380
<i>NVP</i>	0,825	-0,235	0,160	-0,105
<i>NVPB</i>	0,789		-0,125	
<i>NVPM</i>	0,729			0,100
<i>NVPA</i>	0,346	-0,139	0,165	0,343
<i>GI</i>			0,944	
<i>PI</i>			0,913	-0,104
<i>PM1</i>		0,973		
<i>PM2</i>		0,978		
SS loadings	3,976	3,123	2,712	1,926
Proportion Var	0,234	0,184	0,160	0,113
Cumulative Var	0,234	0,418	0,577	0,690

Nota: *NE* = Número de empresas; *NS* = Número de setores; *Valor* = Valor do investimento anual; *PM* = Participação percentual média; *PGB* = Porcentagem de grandes blocos; *VP* = Variação percentual na posição; *VPB* = Variação percentual baixa; *DE* = Dummy de entrada; *DS* = Dummy de saída; *NVP* = Número de vezes em que houve variação percentual; *NVPB* = *NVP* baixa; *NVPM* = *NVP* média; *NVPA* = *NVP* alta; *GI* = Ganho de influência; *PI* = Perda de influência; *PM1* = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no intervalo); *PM2* = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no ano inicial).

Fonte: elaboração própria.

Não há um processo objetivo para interpretação dos fatores. Em geral, busca-se analisar quais aspectos não observáveis são captados por cada componente a partir da importância do mesmo em prever cada variável observável, nomeando-o de acordo com tal interpretação (MAIA, 2002, 2006). Como já indicado, para facilitar a análise dos resultados, são considerados, principalmente, as variáveis com correlação superior a 50% com um dos quatro componentes principais selecionados.

Observa-se que os indicadores referentes ao número de empresas (*NE*) e setores (*NS*) investidos, assim como aqueles relativos ao número de vezes em que os investidores variam sua posição (*NVP*, *NVPB*, *NVPM*, *NVPA*), particularmente em magnitudes percentuais baixas e médias (*NVPB*, *NVPM*), apresentam relações positivas com o primeiro fator (*PC1*). Deste modo, infere-se que este componente capte o grau de diversificação dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro.

A análise dos coeficientes de correlação indica que o fator 2 (*PC2*) está mais associado à estabilidade relativa da posição dos investidores institucionais como acionistas, sendo positivamente relacionado às variáveis de estabilidade na estrutura de propriedade, “*PM1*” e “*PM2*” e, em contrapartida, negativamente relacionado à variável de variação percentual na posição, “*VP*”. Já o terceiro fator (*PC3*) está altamente correlacionado às variáveis de ganho (*GI*) ou perda de influência (*PI*), ou seja, às oscilações em torno do patamar de 5% de participação. Este último fator demonstra-se também positivamente relacionado com o indicador de pequenas variações percentuais (*VPB*). Deduz-se, portanto, que a dimensão captada pelo segundo componente principal (*PC2*) seja relativa à estabilidade das posições, enquanto o terceiro (*PC3*) capta a oscilação da posição em torno da definida como a mínima necessária para influenciar a gestão, denominada influência marginal.

Finalmente, o quarto fator (*PC4*) é altamente e positivamente relacionado às variáveis de participação média (*PM*) e participação de grandes blocos (*PGB*). A variável do valor do investimento (*VALOR*) e as *dummies* de entrada e saída (*DE* e *DS*) também apresentam relação expressiva, ainda que mais fracas, sendo as duas últimas negativamente relacionadas ao fator em questão. Assim, presume-se que o componente quatro (*PC4*) represente a dimensão implícita da posição (em grandes blocos) dos investidores nas empresas brasileiras.

2.4.2 Análise de *cluster*: agrupamentos dos investidores institucionais a partir da heterogeneidade no seu perfil de investimento

Obtidos os autovalores e, conseqüentemente, as cargas fatoriais, são determinados os coeficientes lineares (*scores* fatoriais) que servem de base para a estimação do valor previsto de cada componente principal em função das variáveis observadas. Aos quatro componentes obtidos a partir da estrutura de ponderações resultante da análise fatorial, somam-se variáveis binárias de cunho qualitativo com o objetivo de, por meio da análise de *clusters*, agrupar os investidores institucionais segundo suas principais características e perfil de investimento no mercado acionário brasileiro.

Como mencionado anteriormente (seção 2.3.2), foram consideradas quatro características principais dos investidores institucionais: i) *asset managers*, fundos de pensão ou seguradoras; ii) nacionais ou internacionais; iii) públicos ou privados; e iv) dependentes ou independentes³⁵. A Tabela 2.9 resume as estatísticas descritivas dos *clusters* definidos.

³⁵ Como apontado na seção 2.3.2, foram considerados investidores dependentes aqueles que eram parte de um conglomerado financeiro ou eram geridos pelo governo.

Tabela 2.9 – Estatísticas descritivas dos *clusters*

		<i>Cluster 1</i>	<i>Cluster 2</i>	<i>Cluster 3</i>	<i>Cluster 4</i>
Variáveis Binárias	<i>Asset Manager</i>	48	101	128	46
	Fundo de pensão	3	2	5	9
	Seguradora	1	1	0	2
	Nacional	0	0	133	57
	Internacional	52	104	0	0
	Estatal	7	0	0	12
	Privado	45	104	133	45
	Independente	0	104	133	0
	Dependente	52	0	0	57
	Fatores - (valor médio)	Diversificação	0,13	-0,04	-0,06
Estabilidade		-0,01	-0,06	-0,05	0,22
Influência marginal		0,30	0,17	-0,12	-0,16
Posição		-0,18	-0,02	0,06	0,26

Fonte: elaboração própria.

Em linhas gerais, os *clusters* 1 e 4 se caracterizam por uma maior representatividade de investidores estatais e dependentes, ou seja, geridos pelo governo ou subsidiárias de um grupo ou conglomerado financeiro. Também em ambos os casos se evidencia uma maior diversificação. No entanto, o *cluster* 1, formado por fundos internacionais, é caracterizado por uma menor estabilidade e maior influência marginal³⁶, além de reduzidas posições relativamente aos outros três grupos. Já os investidores do *cluster* 4, que engloba os fundos de pensão de empresas públicas nacionais, são mais estáveis e assumem maiores posições, além de não oscilarem em torno do mínimo necessário para exercício da influência.

Por outro lado, os *clusters* 2 e 3 são bastante semelhantes no que tange à sua composição, sendo ambos formados por investidores institucionais privados e independentes. Nesse caso, caracterizam-se por posições intermediárias e pela menor estabilidade e diversificação relativamente aos *clusters* anteriormente analisados. As diferenças se

³⁶ Como explicitado na seção 2.4.1, o fator influência marginal caracteriza investidores cuja participação acionária oscila em torno de 5% – considerada a mínima necessária para exercício de alguma influência sobre a gestão.

concentram nas posições assumidas e, principalmente, na influência marginal de investidores nacionais e internacionais. Enquanto os investidores internacionais (*cluster 2*) parecem oscilar em torno do patamar mínimo para exercício de influência, assumindo posições intermediárias, mas relativamente menores, os nacionais (*cluster 3*) possuem posições intermediárias (comparativamente às dos investidores dos demais *clusters*), mas não oscilam em torno dos 5% de participação.

Os resultados identificam, portanto, quatro perfis distintos de investidor institucional. O *cluster 1* é formado por investidores diversificados, poucos estáveis e com uma maior influência marginal associada a posições relativamente menores. Agrupam-se neste *cluster* os investidores, majoritariamente *asset managers*, aos quais usualmente se atribui maior volatilidade e, assim, potencial de influência positiva sobre a financeirização das estratégias corporativas – no sentido de demandar retornos no curto prazo em detrimento de políticas com horizonte temporal mais longo (BUSHEE, 2004; BROSSARD *et al.*, 2013).

O *cluster 2* é composto por investidores cujo modo de atuação é também caracterizado pela elevada influência marginal e menor estabilidade. As diferenças em relação ao *cluster 1*, além de todos os investidores serem privados e independentes, residem na menor diversificação e nas maiores posições relativas. Ou seja, esses investidores, que seriam potencialmente agrupados junto aos do *cluster 1* em trabalhos que não consideram a heterogeneidade intragrupo, apesar de voláteis, são mais especializados e assumem posições menos líquidas que as assumidas pelos agentes agrupados no primeiro grupo.

Os investidores concentrados no *cluster 3*, além de serem todos nacionais, possuem reduzida influência marginal. A menor oscilação em torno da posição mínima necessária para exercício de alguma influência caracteriza um modo de atuação e potencial de ativismo distinto. Espera-se que tais investidores, apesar da restrita estabilidade, tenham um perfil menos volátil – associado a menor diversificação, influência marginal e maiores posições. Tal postura potencialmente repercutiria em um maior interesse em exercer influência sobre as empresas das quais são acionistas.

O modo de atuação dos investidores reunidos no *cluster 4* se caracteriza pela maior diversificação, maior estabilidade, maiores posições e menor influência marginal entre todos os *clusters* delimitados. Ou seja, tais investidores institucionais possuem características únicas que os distinguem como mais conservadores e, portanto, usualmente associados a uma maior capacidade de influência sobre as companhias nas quais investem, tendo uma visão de mais longo prazo (DAVID *et al.*, 2001; CHEN *et al.*, 2007; FERREIRA e MATOS, 2008; BEBCHUK *et al.*, 2015; CRANE *et al.*, 2016). Vale mencionar que os investidores reunidos

no referido *cluster* são todos nacionais e dependentes, estando aí concentrados os maiores fundos de pensão nacionais. O Quadro 2.2 resume os resultados.

Quadro 2.2 – Resumo dos resultados encontrados na pesquisa

Cluster	Variável	Características	Perfil do investimento
1	II_1	Internacional Público e privado Dependente	- Posição: pequena - Portfólio: diversificado - Estabilidade: baixa - Influência marginal: alta
2	II_2	Internacional Privado Independente	- Posição: intermediária - Portfólio: menos diversificado - Estabilidade: baixa - Influência marginal: alta
3	II_3	Nacional Privado Independente	- Posição: intermediária - Portfólio: pouco diversificado - Estabilidade: baixa - Influência marginal: baixa
4	II_4	Nacional Público e privado Dependente	- Posição: grande - Portfólio: diversificado - Estabilidade: alta - Influência marginal: baixa

Fonte: elaboração própria.

A Figura 2.1, obtida por meio da aplicação de um algoritmo não linear para redução da dimensionalidade (MAATEN e HINTON, 2008), ilustra os *clusters* identificados. É possível visualizar que alguns agentes não se adequam perfeitamente aos *clusters* definidos, estando todos situados entre o *cluster* 4 – lilás – e o *cluster* – 1 – vermelho. Entre tais agentes estão os principais fundos de pensão de empresas públicas nacionais. De fato, quando são definidos cinco *clusters*, um deles concentra tais agentes (os resultados são apresentados nos Anexos 3 e 4).

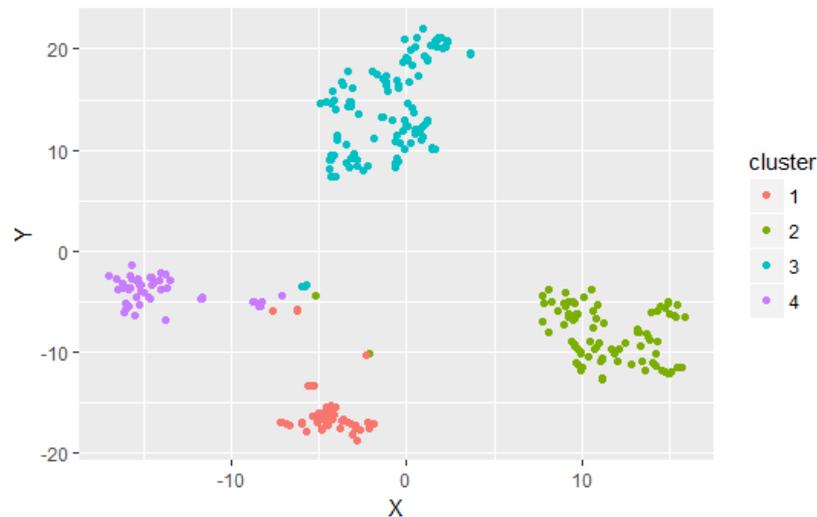


Figura 2.1 – Incorporação estocástica de vizinhos t -distribuída (t-SNE)

Fonte: elaboração própria.

Uma preocupação associada à implementação da análise de *clusters*, portanto, é assegurar que as informações estejam devidamente agrupadas, evitando o estabelecimento de padrões aleatórios. Para garantir que este problema não ocorra, sugere-se aplicar um procedimento de avaliação dos resultados do algoritmo, chamado validação. Neste capítulo, como apresentado na seção metodológica, foi utilizada a medida de validação interna chamada *Silhouette coefficient* cujo objetivo é verificar quão similar uma observação é do seu próprio *cluster* em comparação ao *cluster* mais próximo.

Como se pode verificar a partir dos resultados apresentados na Tabela 2.10, a média do coeficiente da amostra, assim como a do de cada *cluster*, é positiva e suficientemente elevada. A verificação do coeficiente por observação também comprovou não haver nenhum agente com S_i negativo, indicando que todos os investidores foram classificados no *cluster* correto. Ou seja, a medida de validação utilizada corrobora a adequada classificação dos possíveis *outliers* identificados.

Tabela 2.10 – *Silhouette coefficient* médio de cada um dos 4 *clusters* definidos

<i>Cluster</i>	Número de observações	S_i médio
1	52	0,41
2	104	0,60
3	133	0,62
4	57	0,29
1 – 4	346	0,53

Fonte: elaboração própria.

2.5 Considerações finais

Não há estudos empíricos que abranjam informações detalhadas sobre o portfólio e perfil de investimento dos investidores institucionais atuantes no mercado acionário brasileiro. Deste modo, esta pesquisa contribui para a literatura sobre o tema não só por investigar quem são os investidores institucionais atuantes no âmbito corporativo nacional, mas também por questionar o grau de homogeneidade destes agentes a partir do seu perfil de investimento. Outra contribuição relevante diz respeito à possibilidade de comparação entre investidores brasileiros e internacionais, assim como a consideração de aspectos particulares à atuação destes últimos em EE.

Os resultados apontam a presença de quatro diferentes grupos de investidores institucionais atuantes como acionistas de companhias brasileiras não financeiras. Tais grupos são formados por *asset managers*, fundos de pensão e seguradoras, corroborando a heterogeneidade intragrupo e, portanto, a necessidade de que informações outras, que não somente a classificação legal, sejam incorporadas pela metodologia de agrupamento.

O fato de o investidor ser privado ou estatal, dependente ou independente e nacional ou estrangeiro exerce bastante influência no perfil do investimento e, conseqüentemente, no agrupamento. Enquanto os *clusters* 1 e 2 possuem uma maior representatividade de investidores internacionais, os *clusters* 3 e 4 são ambos formados por investidores brasileiros. Por outro lado, os *clusters* que concentram os investidores estatais são o 1 e, principalmente, o 4, enquanto os *clusters* 2 e 3 são formados por investidores privados e independentes.

O *cluster* 1 é composto por investidores usualmente denominados voláteis pela literatura (BUSHEE, 2004; CHEN *et al.*, 2007; GUTTMANN, 2008; AGLIETTA, 2000; BROSSARD *et al.*, 2013; DAVIS, 2016). Isso porque, estes últimos caracterizam-se pela maior diversificação, menor estabilidade e reduzidas participações. O principal fator para a sua designação, no entanto, é a influência marginal. Esta última indica que tais investidores tendem a oscilar em torno do patamar mínimo necessário para exercício de alguma influência, sem comprometer a liquidez de sua posição. O *cluster* 4, formado pelos investidores com perfil mais conservador, tem características bastante distintas das do grupo anterior. Nesse caso, observa-se um perfil de longo prazo associado à adoção de maiores posições e maior estabilidade, além de uma menor influência marginal.

Os *clusters* 2 e 3 são bastante semelhantes no que tange aos fatores estabilidade e diversificação. As diferenças se concentram na influência marginal e nas posições assumidas por investidores nacionais e internacionais. Enquanto os investidores internacionais, agregados no *cluster* 2, oscilam em torno do patamar mínimo para exercício de alguma influência, os

nacionais (*cluster 3*) possuem posições intermediárias e, associadamente, menor influência marginal. Tal diferença indica que investidores nacionais têm uma menor preocupação com a liquidez da posição, o que, somado à menor volatilidade, os torna agentes com potencial interesse na influência da gestão estratégica das companhias investidas. Tal hipótese é testada no próximo capítulo, quando a influência dos investidores institucionais sobre a gestão estratégica das CNF brasileiras, no sentido de sua maior financeirização, é avaliada empiricamente.

Capítulo 3

A INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS SOBRE A GESTÃO ESTRATÉGICA DAS CORPORações NÃO FINANCEIRAS: EVIDÊNCIAS DO CASO BRASILEIRO

3.1 Introdução

A primazia das métricas financeiras como referência do desempenho e da criação de valor em CNF é um tema amplamente discutido pela literatura. O afastamento entre a esfera produtiva e a financeira, associado a um entrelaçamento estrutural entre ambas – características fundamentais da financeirização – marca o surgimento de um novo padrão neoliberal de governança corporativa (KLIMAN e WILLIAMS, 2014). Nesse contexto, a classe rentista, formada por aqueles agentes que se apropriam dos juros, dividendos e ganhos de capital, adquire um crescente ganho de poder político e econômico (STOCKHAMMER, 2004). Devido à alta concentração de capital, tais agentes, especialmente os investidores institucionais, adquirem uma maior capacidade de influência sobre as prioridades gerenciais de modo que a sua participação na estrutura de propriedade e controle torna-se um potencial meio de financeirização das estratégias corporativas (AGLIETTA, 2000; CROTTY, 2002; STOCKHAMMER, 2004; ORHANGAZI, 2008; GUTTMANN, 2008).

A despeito do consenso sobre a importância dos investidores institucionais no âmbito corporativo, outros fatores de igual relevância devem ser considerados na análise do tipo de influência exercida por estes agentes. Entre os principais condicionantes está a heterogeneidade no perfil de investimento dos investidores institucionais. As pesquisas empíricas mais recentes sobre o tema abarcam tal questão (BUSHEE, 2004; DAVID *et al.*, 2001; CHEN *et al.*, 2007; FERREIRA e MATOS, 2008; BROSSARD *et al.*, 2013; ÇELIK e ISAKSSON, 2013; CRANE *et al.*, 2016). No entanto, como evidenciado no Capítulo 2, por um lado, evidencia-se um elevado nível de agregação das metodologias de classificações de tais investidores, por outro, há uma notória escassez de estudos sobre o caso brasileiro.

Ao considerar as corporações de um país em particular, agregam-se motivações adicionais relacionadas às especificidades do ambiente institucional doméstico. Como discutido no Capítulo 1, fatores inter-relacionados como a inserção assimétrica no mercado financeiro e monetário internacional, as políticas econômicas levadas a cabo no contexto da liberalização e desregulamentação financeira e o limitado desenvolvimento do mercado de capitais doméstico

alteram o tipo de influência exercida pelos investidores sobre as CNF nacionais (BECKER *et al.*, 2010; KARWOWSKI e STOCKHAMMER, 2017). No entanto, também neste caso, identifica-se uma escassez de estudos empíricos a respeito do perfil de investimento e influência dos investidores institucionais em EE (BONIZZI, 2017a; KATAN e MAT NOR, 2015).

O objetivo deste capítulo é verificar a influência dos investidores institucionais sobre a gestão estratégica das CNF brasileiras de capital aberto entre 2010 e 2016. Em particular, investiga-se se a propriedade das ações por investidores institucionais influencia o comportamento dos gestores no sentido de uma maior financeirização das estratégias corporativas. A análise considera aspectos institucionais do caso brasileiro, o que permite avaliar, com maior rigor, se tal influência consiste em um dos canais da financeirização das estratégias das CNF nacionais. Além disso, os investidores institucionais são diferenciados e agrupados a partir de uma metodologia mais complexa de classificação, de modo que sua heterogeneidade é incorporada na análise empírica.

De forma a atingir o objetivo proposto, o capítulo está organizado em três tópicos além desta introdução e das considerações finais. O próximo tópico consiste em uma revisão da literatura a respeito do novo regime de acumulação financeirizado. A partir deste arcabouço teórico, a análise se centra nas grandes corporações contemporâneas e o *framework* é expandido de modo a abarcar o princípio da criação de valor para o acionista, o papel dos investidores institucionais e os impactos esperados sobre a gestão corporativa. O tópico seguinte apresenta a metodologia, a amostra e as variáveis incorporadas na modelagem econométrica. Na sequência, os resultados são apresentados e discutidos.

3.2 Financeirização, *shareholder value* e papel dos investidores institucionais no âmbito corporativo

Os investidores institucionais têm um papel de destaque na nova dinâmica corporativa evidenciada no contexto da financeirização. A influência destes agentes ocorre tanto devido a uma elevada participação acionária nas empresas, com reflexos sobre a capacidade de participarem ativamente da gestão quanto em virtude do montante de recursos geridos, que implicam uma elevada concentração do capital e, conseqüentemente, a possibilidade de que tais agentes exerçam controle externo, independentemente da magnitude de sua participação na estrutura proprietária. Deste modo, as expectativas de retorno no curto prazo por investidores institucionais passam a ter uma elevada capacidade de influência sobre

as prioridades gerenciais (AGLIETTA, 2000; CROTTY, 2002; STOCKHAMMER, 2004; ORHANGAZI, 2008; GUTTMANN, 2008).

Por estas razões, uma série de trabalhos empíricos se voltou à investigação do caráter da influência dos investidores institucionais sobre a gestão corporativa (BUSHEE, 1998, 2001, 2004; DAVID *et al.*, 2001; CHEN *et al.*, 2007; FERREIRA e MATOS, 2008; BROSSARD *et al.*, 2013; ÇELIK e ISAKSSON, 2013; BEBCHUK *et al.*, 2015; KATAN e MAT NOR, 2015; CRANE *et al.*, 2016). No entanto, enquanto algumas vertentes evidenciaram um maior ativismo sobre a gestão, justificado pelo maior incentivo ao controle e monitoramento da gerência (DAVID *et al.*, 2001; FERREIRA e MATOS, 2008; BEBCHUK *et al.*, 2015; CRANE *et al.*, 2016; BENA *et al.*, 2016), outras demonstraram que investidores institucionais, devido à maior *expertise* e complexa estrutura organizacional, possuem o perfil de gestores de carteira cujo impacto é a exigência de retornos no curto prazo em detrimento da priorização de estratégias corporativas com horizonte temporal mais longo (BUSHEE, 2004; CHEN *et al.*, 2007; BROSSARD *et al.*, 2013).

Por um lado, ao mesmo tempo em que os investidores institucionais possuiriam uma maior capacidade de monitoramento e controle da gestão – comparativamente aos acionistas minoritários –, arcariam com maiores custos de alienação devido à reduzida liquidez dos seus ativos – detidos em grandes blocos. Diante da elevada participação acionária na companhia, as vantagens associadas a um acompanhamento mais próximo poderiam suplantiar seus custos³⁷ de modo que poder-se-ia esperar um maior interesse na sustentabilidade de longo prazo das empresas investidas. Visto por outro ângulo, a elevada participação das ações no portfólio destes investidores poderia ser associada a uma postura ativa junto à administração em prol do desenvolvimento de estratégias que garantissem a sobrevivência e o crescimento da empresa.

Por outro lado, há a possibilidade de o ativismo destes investidores estar centrado na obtenção de retornos imediatos, evidenciados por métricas financeiras de desempenho, descoladas da atividade produtiva. Ou seja, no contexto da financeirização, parte da literatura aponta para uma possível miopia dos investimentos realizados pelos investidores institucionais. Reconhecidamente mais sofisticados, ou seja, capazes de avaliar a real situação financeira das companhias nas quais investem, tais investidores, ao mesmo tempo em que poderiam exigir maiores retornos, reagiriam imediata e agressivamente aos eventos correntes. Tal ‘impaciência’

³⁷ Custos de elaboração, estruturação e revisão dos contratos entre acionistas e gestores, custos de monitoramento das atividades gerenciais (*monitoring costs*), custos de implementação e adesão aos mecanismos de controle (*bonding costs*), entre outros.

seria transmitida aos gestores que, por sua vez, priorizariam resultados de curto prazo em detrimento de atividades produtivas com prazo de retorno mais longo³⁸, podendo comprometer a sustentabilidade das empresas investidas (GUTTMANN, 2008).

Como evidenciado no Capítulo 2, a principal hipótese dos estudos que abarcam a heterogeneidade dos investidores institucionais é justamente que estes agentes não formam um grupo homogêneo, de modo que sua influência sobre a gestão estratégica das corporações também pode diferir. Tais estudos, em geral, utilizam classificações legais destes investidores³⁹ (KATAN e MAT NOR; 2015). Outros fatores também considerados são: o grau de independência do investidor⁴⁰, o país de origem e/ou o fato de o capital ser privado ou estatal (FERREIRA e MATOS, 2008; CHEN *et al.*, 2007; BROSSARD *et al.*, 2013).

No entanto, uma limitação presente em parte dos trabalhos reside no fato de que tais classificações não necessariamente incorporam o histórico de atuação dos investidores institucionais. Tal fator é relevante uma vez que permite explicitar a significativa variação intragrupos quanto a, por exemplo: tamanho e estabilidade da participação, sensibilidade aos retornos correntes e perfil do investimento (BUSHEE, 1998, 2001; CRANE *et al.* 2016). Além disso, não foram encontrados estudos empíricos que levem em conta as diferentes formas de organização que incorporam tanto instituições independentes quanto subsidiárias de grandes corporações ou conglomerados financeiros (ÇELIK e ISAKSSON, 2013). Tais aspectos, por sua vez, impactam de forma direta a postura dos investidores institucionais frente ao desempenho de curto prazo das empresas em seu portfólio, alterando o sentido e o grau da sua influência sobre as políticas empresariais (BUSHEE 2004).

Não obstante, como discutido no Capítulo 1, a influência exercida pelos investidores institucionais sobre a gestão corporativa também se altera a depender do ambiente institucional em que a empresa opera. Ou seja, analisar a financeirização como consequência da atuação dos investidores institucionais requer a consideração de outros fatores condicionantes, em muito associados ao quadro institucional vigente (LA PORTA *et al.*, 2000; FERREIRA e MATOS, 2008; KATAN e MAT NOR, 2015). Explorar tal questão em EE, por

³⁸ Guttman (2008) elenca como atividades produtivas potencialmente desatendidas pela gestão a pesquisa e o desenvolvimento (P&D), a renovação de fábricas e equipamentos, a capacitação técnica da força de trabalho e o cultivo de relações duradouras com os fornecedores.

³⁹ Entre as de maior destaque, pela magnitude dos recursos geridos e atuação no mercado financeiro, estão os fundos de pensão, as empresas seguradoras e os fundos de investimentos.

⁴⁰ A independência do investidor se refere ao grau de sensibilidade do seu ativismo à “pressão” exercida pela gestão. A hipótese é a de que investidores que mantêm relações de negócios próximas com a empresa na qual investem são menos independentes e, conseqüentemente, possuem menor capacidade de participar ativamente das decisões corporativas (BRICKLEY *et al.*, 1998).

exemplo, requer o reconhecimento de aspectos mais estruturais relacionados à posição subordinada no sistema monetário e financeiro internacional (KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2015, 2018; BORTZ e KALTENBRUNNER, 2018), ao papel desempenhado não apenas pelas taxas de juros e de câmbio, mas também pelo mercado de títulos públicos, e ao entrelaçamento entre estes últimos fatores e o mercado de capitais, o padrão de financiamento e de governança corporativa das CNF (BLACK *et al.*, 2008; DEMIR, 2007, 2009; BECKER *et al.*, 2010; MIRANDA *et al.*, 2015, 2017; BIN, 2016; BONIZZI, 2017a).

No cenário nacional, especificamente, é evidente a restrita utilização do mercado de capitais como fonte de financiamento das companhias – o que restringiria a capacidade de influência dos acionistas, fonte do capital próprio, sobre as decisões corporativas. Não obstante, há o elevado custo de oportunidade do capital, associado à existência de títulos com elevado retorno e risco mínimo – o que limitaria o interesse dos investidores institucionais em exercer a esperada influência. Em suma, o subdesenvolvimento do mercado de capitais, sobrepujado pelo desenvolvido mercado de títulos públicos, pode alterar o padrão de financiamento e governança corporativa nacional, implicando a revisão das hipóteses colocadas pela literatura – em grande medida embasada pelo caso norte-americano (BLACK *et al.*, 2008; BONIZZI, 2017a; KARWOWSKI e STOCKHAMMER, 2017).

Além disso, apesar de os investidores institucionais possuírem a capacidade para influenciar a gestão das companhias nas quais investem, podem direcionar seus próprios recursos para o investimento em ativos financeiros. Devido a isso, o investimento em companhias poderia ser quase que exclusivamente motivado pelo objetivo de diversificar o portfólio, limitando o interesse em participar ativamente da tomada de decisão (KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2015). Mesmo nos casos em que o perfil do investidor fosse caracterizado por um monitoramento mais próximo, o sentido de sua influência poderia se dar em prol do investimento financeiro – não necessariamente em virtude da busca por retornos no curto prazo, mas devido à lógica de direcionar os recursos para investimentos com uma relação risco-retorno vantajosa do ponto de vista da própria companhia (KATAN e MAT NOR, 2015; DEMIR, 2007, 2009; AKKEMIK e ÖZEN, 2014).

Em suma, apesar da importância de os investidores institucionais no âmbito econômico vir sendo crescentemente discutida por diversos estudos internacionais, as particularidades do padrão de governança nacional, assim como a heterogeneidade intragrupos, são questões ainda pouco exploradas pela literatura sobre o tema em EE. Para o caso brasileiro, em particular, não foram encontrados trabalhos que abordem tais aspectos no nível

microeconômico, principalmente, que diferenciem os investidores institucionais pela sua forma de atuação no mercado de capitais. Neste sentido, este capítulo contribui para o debate explorando mais profundamente o papel do arcabouço institucional doméstico e da heterogeneidade dos investidores institucionais em uma importante economia emergente.

3.3 Metodologia

3.3.1 Modelagem Econométrica

A alocação dos recursos corporativos em ativos financeiros, assim como a distribuição dos mesmos na forma do pagamento de juros, dividendos e recompra de ações, são considerados o principal indício da financeirização das CNF (LAZONICK e O’SULLIVAN, 2000; LAZONICK, 2013). Caso aceita esta premissa, uma relação de reciprocidade entre as empresas e o mercado de capitais se estabelece, retroalimentando a tendência observada. Por um lado, as CNF direcionariam quantias crescentes da sua receita ao investimento em ativos financeiros, por outro, o mercado passaria a exercer cada vez mais influência sobre a gestão das mesmas. Neste contexto, a maior participação do investimento em ativos financeiros no total de ativos das corporações, ao mesmo tempo em que ampliaria a parcela da renda oriunda de fontes financeiras, resultaria em transferências cada vez maiores de recursos aos acionistas (STOCKHAMMER, 2004; ORHANGAZI, 2008).

Por esse motivo, tendo em vista testar a hipótese de que os investidores institucionais são agentes-chave da dinâmica da financeirização, são definidas como variáveis dependentes: as aplicações financeiras e os dividendos pagos; ambas como proporção do ativo. Os modelos são estimados pelo Método dos Momentos Generalizado ou GMM (*Generalized Method of Moments*), desenvolvido por Arellano e Bond (1991). Isto porque, este é considerado o método mais adequado para lidar com problemas de endogeneidade, comuns em pesquisas sobre finanças, quando não estão disponíveis instrumentos estritamente exógenos para todos os regressores pré-determinados ou endógenos (ROODMAN, 2009).

Segundo Roodman (2009), os estimadores baseados no GMM tendem a ser mais eficientes nos casos de um painel de dados com ‘poucos’ períodos de tempo e ‘muitas’ unidades de corte transversal, a existência de uma relação funcional linear, uma variável dependente dinâmica, variáveis explicativas não estritamente exógenas, efeitos individuais fixos e autocorrelação e heterocedasticidade nas unidades individuais, mas não entre elas. As equações (1) e (2) explicitam os dois modelos estimados (denominados modelo *DIVID* e *AF*):

$$DIVID_{it} = \alpha DIVID_{it-1} + \beta_0 + \beta_1^T x_{1it} + \beta_2^T x_{2it} + a_i + \mu_{it} \quad (1)$$

$$AF_{it} = \alpha AF_{it-1} + \beta_0 + \beta_1^T x_{1it} + \beta_2^T x_{2it} + a_i + \mu_{it} \quad (2)$$

no qual i representa a i -ésima unidade de corte transversal e t o t -ésimo período de tempo. As variáveis dependentes, $DIVID_{it}$ e AF_{it} representam, respectivamente, o pagamento de dividendos e as aplicações financeiras, ambas em relação ao ativo. O intercepto é representado por β_0 ; β_1^T e β_2^T correspondem aos vetores de parâmetros transpostos. O vetor de regressores, representado por x_{it} é dividido em dois subvetores, x_{1it} , composto pelos regressores considerados endógenos ou pré-determinados, e x_{2it} , compostos pelos regressores exógenos. Por fim, a_i são os efeitos aleatórios e μ_{it} é o termo de erro do modelo com $\mathbb{E}[\mu_{it}] = \mathbb{E}[a_i] = 0$.

No Método dos Momentos Generalizado em Diferenças (GMM-Dif), as variáveis são preliminarmente transformadas de modo a extinguir os efeitos da heterogeneidade não observada ($\Delta a_i = 0$), resultando no seguinte modelo geral a ser estimado:

$$\Delta y_{it} = \alpha \Delta y_{it-1} + \beta_1^T \Delta x_{1it} + \beta_2^T \Delta x_{2it} + \Delta \mu_{it} \quad (3)$$

A transformação em ‘primeira diferença’ se classifica como um procedimento de efeitos fixos e, portanto, dispensa qualquer suposição acerca da correlação entre a_i e x_{it} . Aceita a hipótese de que as variáveis explicativas são correlacionadas com valores passados do termo de erro (por efeito de retroalimentação), mas não correlacionados com seus valores presentes ou futuros, o GMM flexibiliza o pressuposto da exogeneidade estrita – necessário para a maioria dos métodos de estimação com dados em painel –, requerendo apenas que os regressores sejam sequencialmente exógenos. O pressuposto da exogeneidade sequencial dos regressores é formalizado pela seguinte condição:

$$\mathbb{E}(\mu_{it} \mid x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{it}, a_i) = 0 \quad (4)$$

Tal flexibilização permite incorporar os valores defasados da variável dependente e das variáveis explicativas, supostamente não correlacionados com os erros, como variáveis instrumentais. A condição de momento na regressão transformada é interpretada como a ausência de correlação entre os instrumentos de x_{1it} e o termo de erro transformado do modelo, $\Delta \mu_{it}$ ⁴¹. Formalmente, as condições de momento da nova regressão explorada pelo GMM-Dif são:

⁴¹ A presença de diversos instrumentos não correlacionados com o termo de erro permite a consideração de condições de momento adicionais, o que torna o modelo sobreidentificado. A sobreidentificação normalmente aumenta a eficiência da estimação e permite testar a validade dos instrumentos utilizados.

$$\mathbb{E} [y_{1it-s} \Delta \mu_{it}] = 0 \text{ para } s \geq 2 \quad (5)$$

$$\mathbb{E} [x_{1it-s} \Delta \mu_{it}] = 0 \text{ para } s \geq 2 \quad (6)$$

Ou seja, para a variável dependente e as variáveis endógenas são consideradas como variáveis instrumentais válidas aquelas defasadas de dois ou mais períodos, enquanto para as variáveis pré-determinadas a defasagem de um ou mais períodos já é suficiente para validar os instrumentos ($s \geq 1$).

As condições acima não estabelecem qualquer restrição sobre a provável correlação tanto entre os valores das variáveis explicativas endógenas e μ_{it} quanto entre o último e os valores futuros de tais regressores. Esta possibilidade pode ser exemplificada pela possível correlação contemporânea entre x_{1it} e μ_{it} nas pesquisas em finanças, derivada essencialmente da determinação simultânea dos regressores e da variável dependente, y_{it} . Do mesmo modo, choques não controlados e capturados por μ_{it} podem influenciar valores futuros de x_{1it} . Em resumo, valores presentes e futuros não são considerados como estritamente exógenos, ou, dito de outra forma:

$$\mathbb{E} [x_{1it} \mu_{it}] \neq 0 \text{ e } \mathbb{E} [x_{1it+s} \mu_{it}] \neq 0 \text{ para } s \geq 1 \quad (7)$$

Como x_{2it} é um vetor supostamente composto apenas por variáveis estritamente exógenas e não correlacionadas com a heterogeneidade não observada a_i , Δx_{2it} serve como seu próprio instrumento na estimação do modelo de primeira diferença. Deste modo, para estimar β_2 , têm-se a seguinte condição, menos restritiva:

$$\mathbb{E} [x_{2is} \varepsilon_{it}] = 0 \text{ para } s, t = 1, \dots, p \text{ com } \varepsilon_{it} = a_i + \mu_{it} \quad (8)$$

Segundo Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), o estimador GMM-Dif, ainda que assintoticamente válido, pode produzir estimativas imprecisas e viesadas (mesmo que consistentes) em amostras finitas. Isto ocorreria sempre que as variáveis explicativas endógenas fossem muito persistentes no tempo e, portanto, pouco correlacionadas com as primeiras diferenças – tornando as últimas fracos instrumentos das primeiras. Para mitigar tal problema, Blundell e Bond (1998) desenvolveram uma importante extensão metodológica, denominada Método dos Momentos Generalizado Sistemático (GMM-Sis), que combina um sistema de regressões em diferenças com regressões em nível, para as quais os instrumentos são as defasagens das variáveis explicativas endógenas em diferenças. Este método, portanto, acrescenta novas condições de momento ao GMM-Dif. Se a suposição da exogeneidade sequencial for válida, são adicionadas as seguintes condições:

$$\mathbb{E} [\Delta y_{it-1}(a_i + \mu_{it})] = 0 \quad (9)$$

$$\mathbb{E} [\Delta x_{lit-1}(a_i + \mu_{it})] = 0 \quad (10)$$

Ou seja, passa-se a supor que Δx_{it-1} e a_i não são correlacionados, pressuposto que permite a correlação entre os regressores e a heterogeneidade não observada, requerendo apenas que a forma desta correlação não mude entre os anos, o que é bastante aceitável dada a natureza dos efeitos específicos a_i .

O GMM-Sis é obtido em dois estágios. No primeiro, assume-se que os erros são independentes e homocedásticos entre as unidades de corte transversal e ao longo do tempo. No segundo, os resíduos obtidos no primeiro estágio são utilizados para o cálculo de uma estimativa consistente da matriz de variância-covariância, sendo relaxadas as hipóteses de independência e homocedasticidade.

O estimador em dois estágios, apesar de assintoticamente mais eficiente, pode resultar em erros-padrão subestimados. Recomenda-se, então, utilizar erros-padrão robustos. Neste trabalho, utiliza-se a correção pela técnica de Windjmeijer para amostras finitas, garantindo que as estimativas em dois estágios sejam não somente mais eficientes, mas também que os erros-padrão sejam não viesados.

Para a variável dependente dinâmica e as variáveis endógenas ou pré-determinadas são consideradas como variáveis instrumentais válidas defasagens de até três períodos. Como x_{2it} é um vetor supostamente composto apenas por variáveis estritamente exógenas e não correlacionadas com a heterogeneidade não observada a_i , Δx_{2it} serve como seu próprio instrumento na estimação do modelo⁴².

Dois testes são aplicados visando assegurar a plausibilidade estatística das hipóteses de estimação do modelo, ou seja, com a finalidade de analisar se, de fato, há correlação entre os instrumentos e os regressores endógenos, mas não entre os primeiros e os termos de erro. São aplicados os testes de autocorrelação de primeira e segunda ordem sugeridos por Arellano e Bond (1991) e o teste de restrições sobreidentificadoras de Hansen.

Os primeiros consistem em uma maneira de testar a presença de autocorrelação nos resíduos em diferença. Partem da hipótese nula de que não há autocorrelação e se baseiam nos

⁴² Como salientado anteriormente (nota 41), a presença de múltiplos instrumentos para as variáveis explicativas permite a consideração de condições de momento adicionais, o que pode tornar o modelo sobreidentificado. No entanto, como observado por Roodman (2009), a inclusão de um número excessivo de instrumentos, relativamente ao número de observações, pode tornar os resultados viesados. Uma vez que o problema da endogeneidade não seja solucionado, o viés aproximará os resultados daqueles obtidos pela estimação via MQO. Tal constatação, somada ao reduzido número de anos considerados, justifica a escolha metodológica de limitar o número de defasagens a ser utilizado como instrumento.

erros transformados para avaliar se, pressuposto que μ_{it} é não correlacionado, haverá autocorrelação negativa de primeira ordem nos erros idiossincráticos de primeira diferença, mas não de segunda. Espera-se, portanto, rejeitar a hipótese nula no teste de autocorrelação de primeira ordem, sendo evidenciada uma estatística negativa. No teste de autocorrelação de segunda ordem, espera-se que a estatística seja não significativa, comprovando a inexistência de autocorrelação.

Quanto ao teste de Hansen, entende-se por restrições sobreidentificadoras as variáveis instrumentais incluídas no modelo, ou seja, as condições de momento adicionais. A hipótese nula é a de que todas as variáveis instrumentais são não correlacionadas com o termo de erro. A rejeição da hipótese nula indica que alguma(s) variável(eis) instrumental(ais) não é (são) exógena(s), ou seja, as condições de momento adotadas não são ideais.

3.3.2 Variáveis explicativas e dados utilizados

A amostra utilizada para caracterização dos investidores institucionais empreendida no Capítulo 2 foi composta por 269 empresas brasileiras de capital aberto. No entanto, no intervalo entre o desenvolvimento da metodologia de classificação e agrupamento dos investidores institucionais e a coleta das variáveis econômico-financeiras das empresas, oito empresas deixaram de constar na base de dados do *software* Economática (quatro delas com investidores institucionais entre os seus acionistas). Das 261 empresas restantes, foram eliminadas aquelas com patrimônio líquido negativo e/ou sem cinco informações consecutivas para as variáveis dependentes⁴³. Por consequência, a amostra do modelo dos determinantes do pagamento de dividendos totalizou 216 empresas, enquanto a do modelo relativo às aplicações financeiras conteve 223 companhias.

O período analisado foi o entre 2010 e 2016, enquanto a caracterização dos investidores institucionais teve base nos anos entre 2011 e 2016 – uma vez que o ano de 2010 serviu de referência para a elaboração das variáveis definidas como taxas de variação. Estabeleceu-se, assim, por hipótese, que a inclusão dos dados de 2010 na análise fatorial não

⁴³ A razão para eliminar empresas com passivo a descoberto foi o efeito do comprometimento financeiro sobre todas as demais variáveis incorporadas como controle no modelo. Não obstante, em tais casos, fica comprometida a capacidade de influência dos acionistas sobre a tomada de decisão. Já a eliminação de empresas que não possuíam ao menos cinco informações consecutivas para as variáveis dependentes deveu-se aos procedimentos associados ao método implementado – baseado em defasagens das variáveis endógenas em diferenças. Como na especificação deste trabalho incorporou-se a variável dependente defasada como não exógena, eram necessárias no mínimo quatro informações consecutivas.

alteraria os valores médios que compuseram os fatores utilizados para a delimitação dos *clusters*⁴⁴.

De modo a isolar o efeito dos fatores que figuram como potenciais determinantes das variáveis dependentes analisadas e, assim, capturar o impacto proveniente da participação dos investidores institucionais como acionistas das empresas da amostra, foram consideradas variáveis de controle relativas às características específicas das companhias, sendo elas: tamanho, rentabilidade do ativo, oportunidades de crescimento, investimento produtivo, endividamento, liquidez corrente, governança corporativa e setor de atividade. Os motivos para incorporação das variáveis de controle, assim como as hipóteses subjacentes a tal incorporação, são apresentados a seguir:

1. Tamanho (*TAM*): empresas maiores possuem tanto maior capacidade para contornar ineficiências informacionais do mercado de capitais (FAZZARI *et al.*, 1988) quanto uma estrutura organizacional e financeira mais diversificada e complexa (BROSSARD *et al.*, 2013; ORHANGAZI, 2008). Espera-se que tais empresas possuam um percentual mais elevado do ativo em aplicações financeiras, assim como apresentem maior *free-float* e liquidez de seus títulos, sujeitando-se ao controle externo via mercado. Este último, por sua vez, implicaria maiores transferências na forma de dividendos;
2. Retorno sobre o ativo (*ROA*): tal controle é incluído porque é a partir do lucro líquido que os gestores de uma empresa tomam a decisão quanto a reinvestir ou distribuir. Espera-se que empresas mais rentáveis tanto direcionem uma parcela maior dos recursos para aplicações financeiras quanto paguem relativamente mais dividendos (GILL *et al.*, 2010; MEHTA, 2012; MARTINS e FAMÁ, 2012; FORTI *et al.*, 2015). Como as aplicações financeiras também podem alterar a receita financeira e, conseqüentemente, o lucro líquido, tal variável é definida como não exógena no modelo *AF*;
3. Oportunidades de crescimento (*OC*): a teoria da agência prevê que companhias na fase de maturidade estejam mais sujeitas ao arbítrio gerencial e, portanto, à possibilidade de sobreinvestimento (JENSEN, 1986; STULZ, 1990). Por esse motivo, espera-se que empresas com reduzidas oportunidades de crescimento, ou seja, menores taxas de crescimento das vendas, tenham maiores incentivos para distribuir recursos – de modo a sinalizar o alinhamento das estratégias às expectativas dos investidores. Em contrapartida,

⁴⁴ A hipótese de que os investidores institucionais não mudariam de *cluster* com a incorporação dos dados de 2010 é razoável uma vez que foram utilizados valores médios na análise fatorial e os fatores resultantes na definição dos *clusters*. Vale ressaltar que os principais resultados obtidos não se alteram caso desconsiderado o ano de 2010 na análise econométrica, vide anexo 5.

segundo a teoria da *pecking order*, a assimetria de informação e, conseqüentemente, o risco de haver seleção adversa, faz com que os gestores busquem garantir um projeto de investimento com VPL positivo, privilegiando o uso de recursos internos (MYERS, 1984; FAZZARI *et al.*, 1988). Por isso, espera-se que empresas com maiores oportunidades de crescimento comprometam menos dos seus recursos com aplicações financeiras, tendo em vista ampliar a produção, e distribuam menos recursos, visando reinvesti-los;

4. Investimento produtivo (*CAPEX*): segundo a literatura a respeito da financeirização, a alocação de recursos em ativos financeiros, assim como a distribuição de dividendos, compromete a quantia de recursos disponíveis para o investimento produtivo, e vice-versa (STOCKHAMMER, 2004; ORHANGAZI, 2008; DUMÉNIL e LÉVY, 2011). Deste modo, espera-se que quanto maior a participação do *CAPEX* (*capital expenditure*) no ativo, menores as aplicações financeiras e menor o total de dividendos pagos. Tendo em vista a relação de dupla-determinação esperada entre esta variável e as variáveis dependentes analisadas, ela é definida como não exógena em ambos os modelos;
5. Endividamento (*DB*): segundo Kliman e Williams (2014), é possível que a companhia se endivide tendo em vista realizar novas aplicações financeiras e/ou pagar maiores dividendos. Por essa razão, esta variável, assim como a anterior, é definida como não exógena nos dois modelos. No que tange à distribuição de dividendos, há que se considerar, ainda, tanto o possível comprometimento do fluxo de caixa futuro quanto o efeito de sinalização associado à variável pela literatura de finanças (MOTA e EID JUNIOR, 2010; MARTINS e FAMÁ, 2012). Nesse último caso, um aumento nos níveis de endividamento da empresa poderia sinalizar a expectativa de um fluxo de caixa elevado, fazendo com que os gestores optassem por pagar maiores dividendos no período seguinte. Por esse motivo, no modelo *DIVID*, o nível de endividamento é defasado em um período (JENSEN *et al.*, 1992; FORTI *et al.*, 2015). Espera-se uma relação positiva entre o endividamento e as aplicações financeiras. Já a relação esperada entre o endividamento e o pagamento de dividendos é indefinida.
6. Liquidez corrente (*LC*): controla o nível de liquidez da companhia. Como as aplicações financeiras são parte do ativo circulante, esta variável não é incorporada no modelo *AF*. Em relação ao pagamento dos dividendos, na teoria, empresas mais líquidas têm melhores condições para manter ou ampliar o pagamento de dividendos (ACHARYA e VISWANATHAN, 2011). Por outro lado, as empresas podem optar por distribuir menos, tendo em vista garantir uma maior liquidez. Por tais motivos, tal variável não é definida como exógena no modelo *DIVID*.

7. Governança Corporativa (GC): empresas listadas no Nível 2 e Novo Mercado da B3 se comprometem com uma série de regulamentos que visam não só aprimorar o padrão de governança, mas, principalmente e, conseqüentemente, proteger seus acionistas (como, por exemplo, emitir apenas ações ordinárias, garantir maior transparência e ter um *free float* mínimo). Espera-se que, frente ao comprometimento com a maximização do valor para os acionistas, tais empresas paguem mais dividendos (FORTI *et al.*, 2015). Isto porque, segundo a teoria da agência, quanto maior o fluxo de caixa sobre arbítrio do gestor, maiores as chances de expropriação (JENSEN, 1986).

Além das variáveis de controle descritas, são incorporadas variáveis binárias referentes aos setores das empresas e aos anos do período analisado. A inclusão das variáveis relativas ao setor de atividade tem por finalidade isolar as idiosincrasias dos diferentes setores não captadas pelos demais regressores. Determinados setores podem, por exemplo, ser mais dependentes do fluxo de caixa e/ou destinar uma quantia maior de recursos aos investimentos de elevado risco, diferenciando-se dos demais no que tange às suas estratégias de alocação do capital. No que tange às variáveis de ano, a motivação é isolar choques macroeconômicos desassociados da heterogeneidade individual das próprias companhias. A descrição, definição operacional e sinal esperado de cada variável são resumidos no Quadro 3.1.

Quadro 3.1 – Variáveis explicativas com as respectivas definições e relação esperada

Variável explanatória	Descrição	Definição	Sinal Esperado
<i>TAM</i>	Tamanho	Logaritmo natural do ativo total.	(+)
<i>ROA</i>	Rentabilidade do ativo	Lucro líquido sobre o ativo total.	(+)
<i>OC</i>	Oportunidades de crescimento	Taxa anual de crescimento das vendas.	(-)
<i>CAPEX</i>	Investimento produtivo	<i>Capital expenditure</i> . Compra líquida de ativo permanente sobre o ativo total. Se a compra é nula, então considera-se a aplicação no ativo permanente menos a venda de ativos fixos.	(-)
<i>DB</i>	Endividamento	Dívida bruta sobre o ativo total.	(indefinido)
<i>LC</i>	Liquidez corrente	Ativo circulante sobre o passivo circulante.	(+)
<i>GC</i>	Governança corporativa	Variável binária que assume valor igual a um para empresas listadas no Nível 2 e Novo Mercado de governança corporativa da B3 no referido ano. Empresas listadas no mercado tradicional ou Nível 1 são a categoria de referência.	(+)
<i>II</i>	Investidores Institucionais	Variável binária que assume valor igual a um para empresas que tenham investidores institucionais com participação superior a 5% no referido ano. Empresas que não possuem investidores institucionais entre os seus acionistas são a categoria de referência.	(+)
<i>II₁, II₂, II₃ e II₄</i>	<i>Clusters</i> a que pertencem os investidores institucionais	Variáveis binárias para cada <i>cluster</i> a que pertencem os investidores institucionais que, juntos, somam a maior participação na empresa. Empresas que não possuem investidores institucionais entre os seus acionistas são a categoria de referência.	
<i>SETOR</i>	Setor produtivo	Variáveis binárias para cada setor segundo categorização do <i>software</i> Económica (19 setores no total).	
<i>ANO</i>	Ano	Variáveis binárias para cada ano do período considerado (sete anos no total).	

Fonte: Elaboração própria.

Assim, o modelo proposto permite verificar não só a influência que a presença dos investidores institucionais pode exercer sobre a gestão estratégica da companhia, mas também se tal influência se altera de acordo com o tipo de investidor institucional – classificado segundo seu perfil de investimento. Como demonstrado no Capítulo 2, para realizar tal classificação,

empregou-se, em primeiro lugar, a análise fatorial (especificamente, a análise dos componentes principais), tendo em vista compilar variáveis correlacionadas entre si em fatores que evidenciassem características-chaves não observáveis dos agentes em questão. Foram definidos quatro fatores: posição nas empresas investidas, grau de diversificação, estabilidade do portfólio e influência marginal⁴⁵. Em segundo lugar, recorreu-se à análise de *clusters*, na qual somaram-se aos fatores definidos outras características individuais das observações transversais⁴⁶, visando o agrupamento de agentes semelhantes, sem desconsiderar, no entanto, a heterogeneidade entre eles. O Quadro 3.2 sumariza as principais características dos quatro *clusters* definidos a partir das metodologias de classificação e agrupamento desenvolvidas no capítulo anterior.

Quadro 3.2 – Classificação dos investidores institucionais utilizada no trabalho

Cluster	Variável	Características	Perfil do investimento
1	I_1	Internacional Público e privado Dependente	- Posição: pequena - Portfólio: diversificado - Estabilidade: baixa - Influência marginal: alta
2	I_2	Internacional Privado Independente	- Posição: intermediária - Portfólio: menos diversificado - Estabilidade: baixa - Influência marginal: alta
3	I_3	Nacional Privado Independente	- Posição: intermediária - Portfólio: pouco diversificado - Estabilidade: baixa - Influência marginal: baixa
4	I_4	Nacional Público e privado Dependente	- Posição: grande - Portfólio: diversificado - Estabilidade: alta - Influência marginal: baixa

Fonte: elaboração própria.

⁴⁵ As empresas no Brasil são obrigadas a divulgar apenas acionistas com participação superior a 5% na estrutura de propriedade e controle. Nos casos em que a empresa divulgou todos os acionistas, independentemente de sua participação, notou-se que muitos investidores foram excluídos da base em certos anos não porque deixaram de ser acionistas, mas porque flutuaram em torno da participação de 5% – definida pela literatura como a mínima necessária para exercer influência sobre a gestão estratégica da companhia. De modo a captar este comportamento, indicadores foram estimados e compilados no fator denominado influência marginal.

⁴⁶ Foram consideradas quatro características, sendo elas se os investidores institucionais eram: i) *asset managers*, fundos de pensão ou seguradoras; ii) nacionais ou internacionais; iii) públicos ou privados; e iv) dependentes ou independentes. É importante notar que foram considerados investidores dependentes aqueles que eram parte de um conglomerado financeiro ou eram administrados pelo governo.

As variáveis explicativas relativas aos investidores institucionais são incorporadas como variáveis categóricas nos modelos. Para cada modelo, são estimadas duas especificações. Na primeira, considera-se a presença ou não de investidores institucionais (variável *II*); na segunda, a heterogeneidade dos investidores institucionais atuantes no mercado acionário brasileiro (variáveis *II₁* a *II₄*) – Quadro 3.1 e 3.2. Neste último caso, a variável de interesse consiste no *cluster* a que pertencem os investidores institucionais que, juntos, somam o maior percentual de participação na estrutura de propriedade e controle da empresa. São incorporadas, portanto, cinco variáveis, sendo a variável de referência a relativa às empresas nas quais não há investidores institucionais entre os acionistas com participação superior a 5%.

Para três variáveis, observou-se, além de uma elevada dispersão, valores considerados discrepantes. Deste modo, no caso da variável de retorno sobre o ativo (*ROA*), da taxa de crescimento das vendas (*OC*) e da liquidez corrente (*LC*), as observações foram winsorizadas. Ou seja, no caso do *ROA* e da *LC* estabeleceu-se o limite inferior de 1% e superior a 99%, já no caso do *OC* foi considerado somente o limite superior de 99%.

As Tabelas 3.1 e 3.2 apresentam o número de observações, a média, a mediana, o desvio-padrão e os valores mínimo e máximo para todo o período. As distribuições e estatísticas descritivas anuais das variáveis dependentes e explicativas são apresentadas na Figura 3.1. Constam nos gráficos a mediana (linha horizontal), a média (ponto) e o primeiro e terceiro quartis (linhas verticais inferior e superior, respectivamente)⁴⁷. Vale notar que, a avaliação dos resultados indica que nenhuma das variáveis apresenta uma distribuição similar à normal.

⁴⁷ Todas as distribuições e estatísticas apresentadas referem-se às variáveis depois de removidos os valores extremos. A diferença entre as duas tabelas e figuras é explicada pela amostra utilizada em cada um dos modelos.

Tabela 3.1 – Estatísticas descritivas das variáveis para todo o período (modelo *DIVID*)

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
<i>DIVID</i> (%)	1440	2,97	1,17	5,45	0,00	65,75
<i>TAM</i>	1440	14,89	15,00	1,69	4,91	20,62
<i>ROA</i> (%)	1440	3,61	3,67	9,08	-65,85	36,16
<i>OC</i> (%)	1379	12,87	9,72	38,04	-100,00	368,84
<i>CAPEX</i> (%)	1426	5,53	4,32	8,56	-84,38	109,39
<i>DB</i> (%)	1440	27,48	28,41	17,76	0,00	80,88
<i>LC</i>	1440	2,31	1,61	3,42	0,06	44,73

Nota: *DIVID* = Dividendos (dividendos pagos em relação ao ativo total); *TAM* = Tamanho (logaritmo natural do ativo total); *ROA* = Rentabilidade do Ativo (lucro líquido em relação ao ativo total); *OC* = oportunidade de crescimento (taxa de crescimento das vendas); *CAPEX* = investimento produtivo (compra líquida de ativo permanente em relação ao ativo total); *DB* = Endividamento (dívida bruta em relação ao ativo total); *LC* = Liquidez corrente (ativo circulante sobre o passivo circulante).

Fonte: elaboração própria.

Tabela 3.2 – Estatísticas descritivas das variáveis para todo o período (modelo *AF*)

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
<i>AF</i> (%)	1508	5,55	0,81	10,75	0,00	89,24
<i>TAM</i>	1508	14,78	14,93	1,75	4,91	20,62
<i>ROA</i> (%)	1508	3,47	3,54	9,04	-51,78	36,16
<i>OC</i> (%)	1439	12,62	9,53	38,23	-100,00	368,84
<i>CAPEX</i> (%)	1434	5,51	4,31	8,56	-84,38	109,39
<i>DB</i> (%)	1508	27,19	28,02	17,68	0,00	80,88

Nota: *AF* = Aplicações financeiras (aplicações financeiras em relação ao ativo total); *TAM* = Tamanho (logaritmo natural do ativo total); *ROA* = Rentabilidade do Ativo (lucro líquido em relação ao ativo total); *OC* = oportunidade de crescimento (taxa de crescimento das vendas); *CAPEX* = investimento produtivo (compra líquida de ativo permanente em relação ao ativo total); *DB* = Endividamento (dívida bruta em relação ao ativo total).

Fonte: elaboração própria.

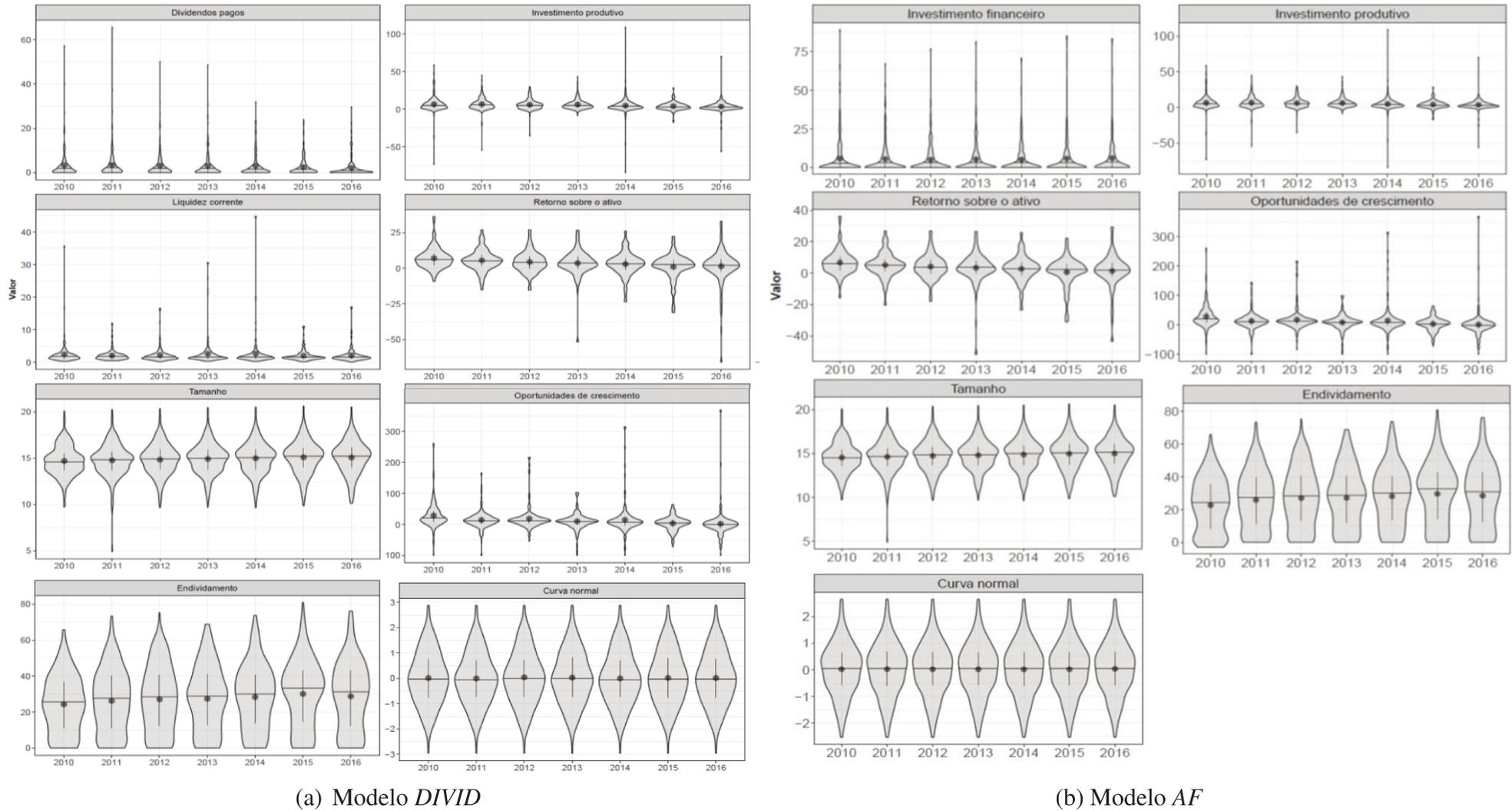


Figura 3.1 – Distribuições e estatísticas descritivas das variáveis por ano (modelo *DIVID* e *AF*)

Notas: A linha horizontal representa a mediana, o ponto a média, enquanto as linhas verticais inferior e superior representam o primeiro e o terceiro quartil, respectivamente.
 Fonte: elaboração própria.

3.4 Resultados

São estimados quatro modelos diferentes que resultam da combinação de duas possibilidades de especificação para cada variável dependente. Enquanto um modelo considera os dividendos pagos em relação ao ativo como variável dependente (Modelo *DIVID*), o outro explica as aplicações financeiras, também em relação ao ativo (Modelo *AF*). Além disso, para cada modelo, considera-se, primeiro, o efeito da presença dos investidores institucionais como acionistas com participação expressiva (maior que 5%). Em seguida, analisa-se o efeito da heterogeneidade destes investidores, captada pela inclusão de variáveis categóricas para um dos *clusters*.

A Tabela 3.3 reporta os resultados da modelagem econométrica, em particular, os coeficientes, desvios-padrão (entre parênteses) e nível de significância (asteriscos). Em todas as estimações, emprega-se a correção dos erros-padrão pela técnica de Windjmeier para amostras finitas.

Os resultados apresentados indicam um bom ajuste dos modelos aos dados. No teste de restrições sobreidentificadoras de Hansen, em todos os modelos e especificações, a hipótese nula não é rejeitada, sugerindo que os instrumentos utilizados são válidos – não correlacionados ao termo de erro. Já os testes de autocorrelação sugeridos por Arellano e Bond (1991) constataam a presença de autocorrelação negativa de primeira ordem nos erros idiossincráticos de primeira diferença, mas não de segunda, corroborando a hipótese de que μ_{it} é não autocorrelacionado, também nos dois modelos, independentemente da especificação⁴⁸.

Além disso, os resultados sugerem a presença de uma tendência de reversão da média e um alto nível de persistência dos investimentos financeiros e dos pagamentos de dividendos, justificando a especificação de um modelo dinâmico com dados em painel. A variável dependente defasada de um período é estatisticamente significativa e positivamente correlacionada com seu valor contemporâneo em todas as especificações.

⁴⁸ Como no modelo *AF* não se pôde rejeitar a hipótese de autocorrelação de segunda ordem ao nível de 1% de significância, optou-se por incluir o teste para a presença de autocorrelação de terceira ordem, tendo sido rejeitada a hipótese de que haja uma autocorrelação mais longa. Como indicado por Roodman, em 2014, no Fórum do Stata (*Statalist*), a inclusão de defasagens maiores poderia “melhorar” as estatísticas do teste de autocorrelação. No entanto, como o período analisado não é longo, foram considerados válidos os instrumentos defasados em dois períodos, tendo sido incluído, como sugerido pelo autor, o teste de autocorrelação de terceira ordem, de forma a evidenciar que a autocorrelação não se perpetua.

Tabela 3.3 – Resultados das estimações dos modelos pelo GMM-Sys

	Modelo <i>DIVID</i>				Modelo <i>AF</i>			
	Coef.	Dv. P	Coef.	Dv. P	Coef.	Dv. P	Coef.	Dv. P
Y_{t-1}	0,2297**	(0,103)	0,2550***	(0,095)	0,6053***	(0,099)	0,6109***	(0,096)
<i>TAM</i>	-0,0666	(0,133)	-0,1048	(0,151)	-0,2897	(0,204)	-0,2876	(0,244)
<i>ROA</i>	0,1557***	(0,033)	0,1589***	(0,034)	0,0798*	(0,048)	0,0956*	(0,053)
<i>OC</i>	-0,0075**	(0,003)	-0,0085***	(0,003)	-0,0056	(0,005)	-0,0037	(0,005)
<i>CAPEX</i>	-0,0280	(0,017)	-0,0317	(0,021)	-0,1288***	(0,041)	-0,1368***	(0,046)
<i>DB</i>	-0,0324**	(0,015)	-0,0295**	(0,014)	-0,0157	(0,028)	-0,0106	(0,027)
<i>LC</i>	0,0433	(0,061)	0,0444	(0,077)	-	-	-	-
<i>GC</i> (= 1)	0,0573	(0,323)	0,3095	(0,359)	-	-	-	-
<i>II</i> (= 1)	-0,4354	(0,300)	-	-	1,5063**	(0,800)	-	-
II_1	-	-	-0,6622	(0,814)	-	-	0,6051	(1,148)
II_2	-	-	-0,1673	(0,594)	-	-	1,6468	(1,229)
II_3	-	-	-1,1124**	(0,482)	-	-	1,8064**	(0,935)
II_4	-	-	-0,8136	(0,544)	-	-	1,4213	(1,352)
<i>Dummies</i> de setor	SIM		SIM		SIM		SIM	
<i>Dummies</i> de ano	SIM		SIM		SIM		SIM	
Número de obs.	1750		1178		1193		1193	
Hansen	141,81	(0,285)	148,25	(0,260)	103,62	(0,122)	150,10	(0,369)
AR (1)	-6,54	(0,000)	-2,52	(0,012)	-3,63	(0,000)	-3,71	(0,000)
AR (2)	0,74	(0,459)	-0,66	(0,509)	-1,87	(0,061)	-1,83	(0,067)
AR (3)	-	-	-	-	1,38	(0,167)	1,33	(0,183)

Notas: (i) Os símbolos ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis 1%, 5% e 10%, respectivamente; (ii) A sinalização ‘SIM’ indica que as *dummies* de setor e ano foram incorporadas no modelo, mas seus coeficientes não foram apresentados devido a uma limitação de espaço; (iii) Para os testes de Hansen, AR (1), AR (2) e AR (3), reporta-se a estatística do teste e, entre parênteses, o *p-value*; (iv) Descrição das variáveis: *TAM* = tamanho; *ROA* = rentabilidade do ativo; *OC* = oportunidades de crescimento; *CAPEX* = *capital expenditure*; *DB* = endividamento; *LC* = liquidez corrente; *GC* = governança corporativa; *II* = investidores institucionais; II_1 , II_2 , II_3 e II_4 = *clusters* a que pertencem os investidores institucionais.

Fonte: Resultados da pesquisa.

A Tabela 3.3 demonstra ainda que a rentabilidade (*ROA*) apresenta um efeito positivo e estatisticamente significativo em ambos os modelos e especificações. Estudos anteriores mostraram que esta variável possui um peso importante nas políticas de investimento e distribuição (GILL *et al.*, 2010; MEHTA, 2012; MARTINS e FAMÁ, 2012). A relação evidenciada é preponderantemente positiva, ou seja, quanto maior o lucro líquido e, consequentemente, o *ROA*, maior a disponibilidade de recursos para o reinvestimento e maior a expectativa dos investidores com relação ao pagamento de dividendos (FORTI *et al.*, 2015).

No modelo *DIVID*, observam-se indícios de que empresas com maiores oportunidades de crescimento (*OC*) distribuem uma fração menor do ativo na forma de dividendos, assim como fazem as empresas com maior nível de endividamento (*DB*). Tais

resultados também estão alinhados aos estudos sobre os determinantes da distribuição de dividendos no Brasil (MARTINS e FAMÁ, 2012). Empresas com poucas oportunidades de crescimento tenderiam a incorrer em maiores custos de agência – frente ao elevado fluxo de caixa sob arbítrio do gestor –, tornando o pagamento de dividendos um bom instrumento de governança corporativa (Jensen, 1986). Já no que tange à relação negativa entre o endividamento e a distribuição de dividendos, são encontrados indícios de que o maior endividamento compromete os fluxos de caixa futuros e, conseqüentemente, os níveis de distribuição aos acionistas (MOTA e EID JUNIOR, 2010; FORTI *et al.*, 2015). Por outro lado, o tamanho (*TAM*) e o *capital expenditure* (*CAPEX*), assim como a liquidez corrente (*LC*) e o padrão de governança corporativa (*GC*), não se demonstram relevantes para explicar a distribuição dos dividendos.

Verifica-se ainda que as variáveis *OC* e *DB* não são significativas no Modelo *AF*. Neste caso, é o *CAPEX* a variável que melhor explica a opção da empresa de direcionar recursos para este tipo de investimento. A relação obtida é negativa, ou seja, empresas com maiores investimentos produtivos apresentam menor parcela do ativo comprometida com investimentos financeiros. O ciclo vicioso de aumento do investimento financeiro em detrimento do produtivo é extensamente debatido pela literatura sobre a financeirização devido à expressiva queda da taxa de acumulação de capital e crescimento econômico observados em diferentes países (STOCKHAMMER, 2004; ORHANGAZI, 2008; DUMÉNIL e LÉVY, 2011). Argumenta-se que o desvio dos lucros para usos financeiros, entendido como a principal causa dos fenômenos descritos, foi coetâneo da primazia das finanças na tomada de decisão das corporações não financeiras sob um modelo neoliberal de governança corporativa (KLIMAN e WILLIAMS, 2014).

No que tange à influência dos investidores institucionais, observa-se que a presença de tais agentes, sem distinção, não influencia a política de dividendos, resultado contrário ao observado por Crane *et al.* (2016). No entanto, uma evidência encontrada na literatura acerca dos determinantes do pagamento de dividendos no Brasil é a de que a decisão sobre o montante distribuído é tomada *ex-ante*, usualmente prevista em estatuto e, portanto, menos sujeita aos interesses imediatos dos acionistas (MARTINS e FAMÁ, 2012). Os resultados encontrados corroboram tal evidência uma vez que figuram como determinantes dos dividendos variáveis que afetam a disponibilidade imediata de recursos, ou a capacidade da empresa de obtê-los. Em outras palavras, além de uma tendência de manter um comportamento contínuo no que tange à política de dividendos, empresas mais rentáveis pagam mais dividendos. Em contrapartida,

empresas com maiores oportunidades de crescimento e mais endividadas redirecionam os recursos para outros fins, comprometendo a distribuição.

A dinâmica evidenciada no caso das aplicações financeiras é distinta. Investidores institucionais com participação superior a 5% têm influência positiva sobre a parcela do ativo destinada às aplicações financeiras. Os resultados obtidos nas duas especificações do modelo *AF* alinham-se aos encontrados pela literatura. Ou seja, além de serem obtidas evidências de um efeito *crowding-out* do investimento financeiro devido ao aumento do investimento real, a presença de investidores institucionais entre os principais acionistas interfere na escolha da estratégia de investimentos da companhia – favorecendo o direcionamento dos recursos para o mercado financeiro (STOCKHAMMER, 2004; ORHANGAZI, 2008; DUMÉNIL e LÉVY, 2011).

Ressalta-se, no entanto, que não são todos os investidores institucionais os responsáveis pela influência descrita. A segunda especificação dos modelos aponta para um tipo particular de investidor, corroborando a importância de incorporar a heterogeneidade destes agentes na análise da sua influência sobre as CNF (BUSHEE, 1998, 2001, 2004; CHEN *et al.*, 2007; BROSSARD *et al.*, 2013; ÇELIK e ISAKSSON, 2013; CRANE *et al.* 2016).

Os investidores institucionais que figuram como agentes determinantes não só de maiores aplicações financeiras, mas também do menor pagamento de dividendos, são os que se caracterizam por assumir posições intermediárias em um número relativamente restrito de empresas e setores. Apesar de não necessariamente manterem continuamente tal posição por longos períodos – maiores que 2 anos –, não apresentam elevada influência marginal. Em outras palavras, assumem participações grandes o suficiente para exercer algum grau de influência, mas não para incorrer em problemas associados à liquidez – caso queiram liquidar suas posições. Concentram-se neste grupo (*cluster 3*) *asset managers* nacionais, privados e independentes.

Por outro lado, investidores institucionais caracterizados pela menor estabilidade de suas posições e a elevada volatilidade em torno da participação mínima necessária para o exercício de alguma influência, da mesma forma que os caracterizados por maiores posições e estabilidade, não exercem influência sobre as variáveis analisadas. Ou seja, não são os investidores caracterizadamente curto-prazistas (*clusters 1 e 2*), nem os aos quais se atribuiria uma potencial visão de mais longo prazo (*cluster 4*), os que exercem influência sobre as variáveis *proxy* da financeirização das estratégias das CNF brasileiras.

Os resultados relativos aos investidores com curto horizonte de investimento contrariam os obtidos por parte da literatura (BUSHEE, 1998, 2001; BROSSARD *et al.*, 2013)

– que atribui a tais agentes uma influência positiva (negativa) sobre investimento com perfil de curto (longo) prazo. Em contrapartida, Katan e Mat Nor (2015) encontram evidências de que a participação acionária de investidores institucionais como um todo, assim como daqueles com uma visão de mais longo prazo, não tem efeito significativo no desempenho das companhias.

3.5 Inferências a partir dos resultados obtidos

Os resultados obtidos pela análise econométrica apresentada no tópico anterior suscitam inúmeros questionamentos. Por que os investidores caracterizadamente voláteis (*clusters* 1 e 2), no sentido de possuírem alta influência marginal, majoritariamente *asset managers* internacionais, não exercem influência positiva sobre o retorno no curto prazo para o acionista? Por que os investidores conservadores (*cluster* 4), mais estáveis e com maiores posições, majoritariamente fundos de pensão públicos nacionais, não exercem influência contrária ao investimento financeiro e à distribuição de dividendos? Por que justamente os investidores que não são os mais diversificados ou voláteis, mas, em contrapartida, também não possuem as maiores posições (*cluster* 3), são os que exercem a referida influência? Por fim, por que esta influência se dá em prol das aplicações financeiras, mas contrária ao pagamento de dividendos?

De imediato, os resultados sugerem que uma parte expressiva dos investidores institucionais não parece exercer influência sobre a financeirização das CNF nacionais. Para entender este comportamento, o quadro institucional brasileiro deve ser considerado. Em primeiro lugar, os diferenciais de juros, de câmbio e entre o retorno do investimento produtivo e do financeiro estão possivelmente entre os principais determinantes da alocação de carteira de investidores institucionais internacionais (DEMIR, 2009; KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2015; BORTZ e KALTENBRUNNER, 2018). Mais do que isso, embora o mercado de capitais nacional seja subdesenvolvido, o mercado de títulos públicos – que o investidor pode acessar diretamente – é grande, líquido, lucrativo e com baixíssimo risco (cenário similar em diferentes EE) (BECKER *et al.*, 2010; BIN, 2016; BRUNO e CAFFÉ, 2017).

Ao que tudo indica, a participação de *asset managers* internacionais como acionistas de companhias brasileiras, portanto, ou representa uma política de diversificação de portfólio ou é motivada por fatores conjunturais, não implicando de forma direta o interesse em interferir na gestão das companhias investidas. Corrobora tal postura o fato de que, muito provavelmente, o mercado acionário nacional representa parcela ínfima do portfólio destes agentes, ao que se soma o padrão de governança corporativa nacional (caracterizado pelo

elevado poder de controle – vide Capítulo 1). Em outras palavras, a propriedade das ações de companhias brasileiras, enxergada como uma alocação marginal e com elevado risco de expropriação, retroalimentaria a assunção de um perfil de atuação passivo associado à referida diversificação.

Esta explicação, no entanto, não se aplica a todos os investidores institucionais analisados. As características e, conseqüentemente, motivações dos agentes reunidos no *cluster* 4, no qual concentram-se os investidores caracterizadamente conservadores, são distintas. Tais investidores figuram como acionistas de um grande número de companhias, apresentam elevada estabilidade e assumem grandes posições. Se a motivação fosse a da diversificação do portfólio, não haveria razão nem para assumir participações elevadas, nem para mantê-las por um longo período.

Dois fatores principais podem explicar a ausência de influência por parte dos investidores do *cluster* 4. A primeira é embasada no fato de nele agruparem-se os fundos de pensão de empresas públicas nacionais que, frente à elevada volatilidade do mercado financeiro doméstico, têm adotado uma estratégia de redução da participação dos investimentos em renda variável no total da carteira. Uma estratégia de investimentos mais especializada em ativos de renda fixa, somada à necessidade de reorganização do portfólio durante o período analisado, pode ter interferido na capacidade e interesse destes agentes de interferir nas companhias das quais são acionistas (DE CONTI, 2016a; DE CONTI, 2016b).

O segundo fator se refere à tendência observada de aumento da participação acionária indireta destes agentes via fundos de investimento. Até mesmo os fundos de pensão maiores, que usualmente possuem uma estrutura organizacional mais complexa, favoreceram uma terceirização similar à observada nos fundos privados e/ou menores (DE CONTI, 2016a). Como nesta pesquisa, com exceção dos casos em que o fundo de investimento era inteiramente subscrito por um único investidor, a classificação entre *asset managers*, fundos de pensão e seguradoras foi baseada no gestor do fundo, a influência potencialmente exercida por estes agentes seria captada pelo *cluster* onde concentram-se os gestores do seu portfólio.

Diante das motivações contrárias ao exercício de qualquer influência, confirma-se a hipótese de que são características próprias da atuação de um determinado grupo que definem o tipo de influência exercida. Neste contexto, que conjunto de características associadas aos investidores agrupados no *cluster* 3 suportam seu ativismo? E mais, por que no sentido de menores pagamentos de dividendos e de maiores aplicações financeiras?

Como já evidenciado, os investidores identificados como os que exercem uma influência significativa nos dois modelos atuam de forma: menos diversificada – ou seja,

investem em número limitado de empresas e setores –, menos volátil – não oscilam em torno da mínima participação necessária para exercício da referida influência – e com posições intermediárias.

O resultado obtido no modelo *DIVID*, de que a influência destes investidores se dá no sentido do menor pagamento de dividendos, explicita, portanto, o fato destes acionistas apoiarem o reinvestimento dos lucros nas empresas, alinhando-se a uma visão de mais longo prazo compatível com a especialização do portfólio associada a posições relativamente maiores. Soma-se ao argumento apresentado a hipótese de que, diferente dos *clusters* 1 e 2 – formados majoritariamente por investidores estrangeiros, para os quais a participação em empresas brasileiras é provavelmente parcela marginal do portfólio –, o *cluster* 3 é inteiramente composto por investidores nacionais. Assim, esperar-se-ia uma maior dependência e, por consequência, interesse nos resultados das empresas investidas, justificando uma maior influência sobre a gestão estratégica das mesmas.

No entanto, o resultado obtido no modelo *AF*, a princípio, se contraporia à conclusão de que tais acionistas não são curto-prazistas. Isto porque, sua presença estaria associada a maiores aplicações financeiras, o que, na visão teórica da financeirização, representaria a busca por retornos de capital imediatos, lesivos ao investimento em atividades produtivas e, conseqüentemente, à sustentabilidade da companhia no longo prazo. De fato, observa-se uma correlação negativa entre o investimento produtivo e o financeiro. Controlada esta relação e considerados os resultados obtidos no modelo *DIVID*, a justificativa para o tipo de influência exercida por estes investidores pode ser o próprio custo de oportunidade do capital no Brasil no período analisado. Diante de um cenário recessivo, de reduzido crescimento e elevadas taxas de juros, o reinvestimento do lucro em aplicações financeiras pode ser aceito como a estratégia de investimento mais adequada para a própria companhia (DEMIR, 2007, 2009; AKKEMIK e ÖZEN, 2014).

Outrossim, as imperfeições do mercado de capitais e as elevadas taxas de juros vigentes no país poderiam justificar tal postura mesmo em um contexto de maior estabilidade e crescimento econômico. Na realidade, esta tendência – de direcionar recursos para o mercado de renda fixa, em particular, títulos da dívida pública – é bastante característica de EE, ao menos na América Latina e na Turquia (DEMIR, 2009). No Brasil, em particular, desde a década de 1980, a aceleração inflacionária e, por consequência, a maior importância atribuída à segurança e liquidez dos ativos – ambas associadas à crise da dívida externa –, motivaram o direcionamento de recursos para aplicações de renda fixa indexadas à taxa de juros *overnight*. Apesar da estabilização dos preços observada durante os anos 1990, a vulnerabilidade

macroeconômica, somada à elevada taxa de juros, limitou o desenvolvimento do mercado de capitais. Por todo o período, a rentabilidade do investimento produtivo permaneceu sendo suplantada pela dos títulos indexados, reiterando a transferência da riqueza do setor produtivo para o financeiro (BELLUZO e ALMEIDA, 2002; BRUNO e CAFFÉ, 2017).

3.6 Considerações finais

Os potenciais efeitos da participação acionária dos investidores institucionais sobre as prioridades da gestão – no sentido de uma maior financeirização das estratégias corporativas – e, por consequência, a imposição de uma dinâmica potencialmente prejudicial ao investimento produtivo e à estabilidade econômica, por si só, justificariam este capítulo. No entanto, apesar da importância de os investidores institucionais no âmbito econômico vir sendo crescentemente discutida por diversos estudos internacionais, sua heterogeneidade intragrupos, baseada no seu perfil de investimento, é uma questão ainda pouco explorada pela literatura. Deste modo, esta pesquisa procurou avançar no debate não só ao investigar quem são os investidores institucionais atuantes no âmbito corporativo brasileiro, mas também ao questionar o grau de heterogeneidade destes agentes a partir de uma metodologia mais complexa de classificação.

Outra contribuição relevante diz respeito à consideração de aspectos particulares à atuação dos investidores institucionais como acionistas de empresas sediadas em EE. Fatores como a inserção assimétrica no sistema monetário e financeiro internacional, as elevadas taxas de juros dos títulos públicos e o subdesenvolvimento do mercado de capitais no Brasil têm o potencial de alterar a influência exercida pelos investidores institucionais no ambiente corporativo nacional. Por um lado, esperar-se-ia que a referida influência fosse limitada frente à motivação com que estes agentes se defrontam tanto para aplicar uma parcela mínima de seu capital em ações quanto, e consequentemente, para exercer um maior ativismo nas empresas investidas. Por outro lado, as altas taxas de juros dos títulos públicos elevam o custo de oportunidade do capital, reiterando um comportamento rentista não só pelos investidores, mas pelas próprias companhias.

Os resultados obtidos a partir do modelo desenvolvido neste capítulo indicam que a presença de investidores institucionais na estrutura proprietária das CNF brasileiras, por um lado, não tem influência sobre a política de dividendos, por outro, exerce uma influência positiva sobre a parcela do ativo destinada às aplicações financeiras. No que tange às demais variáveis, enquanto a política de dividendos é impactada por fatores que afetam a disponibilidade de recursos para a distribuição, o investimento financeiro é negativamente

associado ao investimento em ativos fixos, indicando a existência do efeito *crowding-out* evidenciado pela literatura.

Não obstante, são encontradas evidências de que um tipo particular de investidor exerce influência sobre a gestão das companhias investidas, confirmando a necessidade de incorporar a heterogeneidade destes agentes na análise do seu potencial impacto sobre a financeirização das CNF. Investidores institucionais caracterizados por assumir posições intermediárias em um número limitado de empresas e setores, majoritariamente *asset managers* privados, independentes e nacionais, figuram como os agentes determinantes de maiores aplicações financeiras e do menor pagamento de dividendos.

O apoio a não distribuição dos lucros alinha-se à uma visão de mais longo prazo compatível com a especialização do portfólio associada a posições relativamente maiores. Ademais, sendo este grupo formado por *asset managers* nacionais, a potencial especialização do investimento em companhias brasileiras corrobora um maior interesse no ativismo. Em contrapartida, fatores tais como as elevadas taxas de juros vigentes e, conseqüentemente, o elevado custo de oportunidade do capital no Brasil justificariam a influência em prol das aplicações financeiras.

Vale mencionar que investidores caracterizadamente curto-prazistas ou aos quais se atribuiria uma potencial visão de mais longo prazo não parecem exercer influência sobre as variáveis *proxy* da financeirização das estratégias das CNF brasileiras. São levantadas as hipóteses de que entre as razões estruturais para tanto está, novamente, o quadro institucional doméstico. No caso dos investidores estrangeiros, soma-se o caráter marginal da alocação de recursos em companhias brasileiras – o que retroalimentaria a assunção de um perfil de atuação passivo associado à diversificação do portfólio. Já no caso dos investidores conservadores, ressalta-se a tendência observada de aumento da participação indireta nas companhias via fundos de investimento.

CONCLUSÃO

Esta tese propôs uma abordagem mais aprofundada do papel dos investidores institucionais como potenciais propulsores da dinâmica financeirizada à qual presume-se que a economia brasileira, entre outras, está sujeita. A problemática em foco, portanto, não esteve nem no desempenho financeiro dos investidores institucionais, nem na análise dos impactos da financeirização sobre as estratégias das CNF. O objetivo foi mapear a atuação e avaliar a influência dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro. Para tanto, foram identificados os elementos subjacentes à atuação dos investidores institucionais em EE, assim como a heterogeneidade nas principais características e perfil de investimento de cada investidor, para avaliar os impactos da sua atuação no mercado acionário sobre as políticas de investimento e distribuição das CNF nacionais.

A importância dos investidores institucionais como intermediários financeiros e, conseqüentemente, como uma potencial fonte de recursos e liquidez aos mercados financeiros, é reconhecida por diferentes abordagens teóricas. Para a literatura *mainstream*, em um contexto de maior integração financeira, tais agentes figurariam como relevantes promotores dos mercados financeiros nacionais e, conseqüentemente, do crescimento econômico. A literatura a respeito da financeirização, apesar de crítica aos possíveis impactos do novo regime de acumulação sobre a sustentabilidade corporativa e a estabilidade econômica, também atribuiu grande importância aos investidores institucionais. Esta última, todavia, poderia estar associada a uma visão curto prazista de retorno sobre o investimento, comprometendo a possibilidade de que os investidores institucionais atuassem como fonte de capital de longo prazo.

As principais contribuições da tese para a pesquisa sobre o tema, portanto, estiveram em: (i) analisar não os efeitos, mas uma possível causa da financeirização das estratégias das CNF, focando no papel desempenhado por investidores institucionais como acionistas destas companhias; (ii) identificar alguns dos condicionantes da atuação dos investidores institucionais em EE, em particular, aspectos do âmbito histórico-institucional brasileiro; (iii) identificar e caracterizar os investidores institucionais atuantes no mercado de capitais nacional, assim como considerar o perfil do investimento empreendido por cada um destes agentes; (iv) verificar empiricamente a existência e o grau de influência dos investidores institucionais sobre as estratégias corporativas, em particular, sobre a distribuição de dividendos e os investimentos financeiros.

Foi possível, assim, não só agregar à literatura sobre os elementos intermediadores do modo de atuação dos investidores institucionais em EE e sobre o portfólio e influência destes agentes no âmbito corporativo doméstico, mas também discutir a possibilidade de replicação dos resultados obtidos pela literatura internacional para o caso brasileiro – fornecendo evidências a respeito de quais investidores atuantes no Brasil teriam um perfil de mais curto ou longo prazo.

No Capítulo 1, as particularidades da financeirização em EE foram exploradas de modo a identificar os condicionantes da atuação dos investidores institucionais nestes países. A essa altura, a literatura sobre o tema foi sistematizada, de maneira a organizar o arcabouço analítico para a discussão dos resultados desta tese. Além disso, realizou-se uma análise exploratória dos elementos condicionantes e condicionados pela atuação dos investidores institucionais – necessários ao melhor entendimento do seu papel na dinâmica da financeirização evidenciada em EE, em particular, no Brasil.

Especificamente, partiu-se do reconhecimento da posição subordinada do real brasileiro na hierarquia monetária, associada à inserção assimétrica do país no sistema monetário e financeiro internacional, para delimitar aspectos esperados do comportamento dos investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico. Ao situar tal discussão no contexto histórico de maior integração financeira, foram apresentadas as características gerais da nova forma de regulação estatal identificada pela literatura regulacionista. Se, por um lado, o déficit fiscal passou a poder ser financiado pela emissão de títulos no mercado de capitais, por outro, justificaram-se políticas econômicas cujo objetivo foi atrair o capital estrangeiro. O desenvolvido mercado da dívida pública derivado deste processo teve efeitos não somente sobre o aumento do custo de oportunidade do capital produtivo, mas também sobre a capitalização e liquidez do mercado acionário brasileiro.

A complexa interação evidenciada influi sobre o canal da financeirização foco desta pesquisa. Ou seja, a inserção assimétrica do Brasil no sistema monetário e financeiro internacional hierarquizado associa-se ao regime fisco-financeiro, uma vez que ambos têm influência decisiva sobre o padrão de investimento e financiamento das CNF e, conseqüentemente, o ativismo dos investidores institucionais no âmbito corporativo. Visto por outro ângulo, uma vez colocada a discussão sobre a financeirização em EE em sua evidente complexidade, foram suscitadas questões relativas ao interesse e à capacidade de influência dos investidores institucionais, nacionais e estrangeiros, sobre a financeirização das CNF brasileiras.

O Capítulo 2 foi necessário ao embasamento das respostas às questões propostas no capítulo anterior, tendo sido questionado quem são os investidores institucionais com participação na estrutura de propriedade e controle das CNF nacionais e se estes agentes formam um grupo homogêneo. Ou seja, recorreu-se a metodologias de classificação e agrupamento com o objetivo de delimitar *clusters* de investidores que incorporassem a heterogeneidade em suas principais características e perfil de investimento.

O método de classificação utilizado foi a análise fatorial, particularmente a PCA. Os fatores, nesse caso, foram definidos *ex-ante* e baseados na literatura de finanças, sendo eles: tamanho da posição, grau de diversificação da carteira, nível de estabilidade e influência marginal. Definidos os fatores, agentes similares foram agrupados por meio da análise de *cluster*. Para isso, foram adicionadas aos quatro fatores outras variáveis qualitativas. As categorias consideradas foram, se: (i) *asset manager*, fundo de pensão ou seguradora; (ii) nacional ou internacional; (iii) público ou privado; (iv) dependente ou independente.

Os resultados confirmaram a heterogeneidade dos investidores institucionais, tendo sido delimitados quatro *clusters*. Os *Clusters* 1 e 2 foram compostos por investidores internacionais, ambos com baixa estabilidade e alta influência marginal. Estes últimos *clusters* agruparam, portanto, investidores usualmente caracterizados como curto-prazistas. As diferenças entre eles residiram no fato de os investidores do *Cluster* 1 assumirem posições menores, associadas à maior diversificação do portfólio. O *Cluster* 3 demonstrou-se similar ao *Cluster* 2 no que tange aos fatores estabilidade e diversificação, sendo também composto por investidores privados e independentes. No entanto, os investidores agrupados no *Cluster* 3, além de serem todos nacionais, assumiram posições relativamente maiores, apresentando, também, menor influência marginal. Finalmente, o comportamento dos investidores reunidos no *Cluster* 4, também formado por investidores nacionais, predominantemente estatais, foram: maiores posições, maior diversificação, maior estabilidade e menor influência marginal entre todos os *clusters* definidos. Por tal perfil, este último grupo foi composto por investidores que a literatura usualmente define como conservadores.

O Capítulo 3 resgatou as análises propostas nos dois primeiros capítulos para avaliar a influência dos investidores institucionais sobre as estratégias corporativas das CNF nacionais. Enquanto a heterogeneidade dos investidores institucionais foi incorporada à análise empírica, as características da dinâmica financeirizada evidenciada no Brasil embasaram a análise dos resultados.

O painel de dados levou em consideração 261 CNF de capital aberto e o período entre 2010 e 2016. O método de estimação utilizado foi o GMM-Sys, devido aos problemas de

endogeneidade identificados e possivelmente mitigados ou resolvidos por esta técnica. Com base na literatura sobre a financeirização, foram avaliados os impactos de participação acionária destes agentes sobre o investimento em ativos financeiros e o pagamento de dividendos. Para cada variável dependente foram estimadas duas especificações. Primeiro, considerou-se a presença de investidores institucionais como um todo e, em seguida, o *cluster* ao qual pertenciam os investidores que somavam a maior participação na companhia investida.

Os resultados das estimações indicaram que a presença de investidores institucionais, sem distinção, não teve influência sobre a política de dividendos. No entanto, tais investidores apresentaram uma influência positiva sobre o investimento em ativos financeiros. No que tange às variáveis de controle, enquanto a política de dividendos foi determinada por fatores que afetam a disponibilidade de recursos para o *payout* (rentabilidade, oportunidades de crescimento e nível de endividamento), o investimento financeiro também se demonstrou positivamente relacionado à rentabilidade e negativamente associado ao investimento em ativos fixos.

Além disso, foram encontradas evidências de que um grupo específico de investidores influencia a gestão estratégica das companhias, o que confirma a importância de se incorporar a heterogeneidade destes agentes na análise empírica. Os investidores agrupados no *Cluster 3* apresentaram uma influência negativa sobre o pagamento de dividendos e positiva sobre os investimentos financeiros. Esses investidores, principalmente *asset managers* privados, independentes e nacionais, foram caracterizados no Capítulo 2 por posições intermediárias e reduzida diversificação.

A justificativa para o apoio ao menor pagamento de dividendos foi o provável alinhamento com uma visão de mais longo prazo compatível tanto com a especialização de portfólio quanto com as participações acionárias relativamente maiores. Como esse cluster é formado por *asset managers* nacionais, a especialização do portfólio em determinados setores e/ou empresas brasileiras figuraria como uma importante justificativa para o maior interesse no ativismo.

No que se refere à influência em favor dos investimentos financeiros, as especificidades do arcabouço institucional doméstico discutidas no Capítulo 1 figuram como potenciais justificativas desta relação. As altas taxas de juros, o reduzido desenvolvimento do mercado de capitais e, por consequência, a elevada incerteza e o alto custo de oportunidade do investimento produtivo impactariam não apenas a alocação de recursos por investidores, mas pelas próprias empresas. Nesse contexto, seria uma escolha racional dos investidores

institucionais e das CNF investir em ativos financeiros mais rentáveis, líquidos e com menor risco.

Por fim, investidores internacionais, caracterizados por uma visão de mais curto prazo, e investidores associados a uma potencial estratégia de longo prazo não pareceram exercer influência sobre as políticas de investimento e distribuição de dividendos das CNF brasileiras. Novamente, o arcabouço institucional brasileiro foi indicado como uma provável justificativa deste resultado. No caso dos investidores estrangeiros, considerou-se, ainda, a natureza marginal da alocação de fundos em empresas nacionais – o que teria retroalimentado a assunção de um perfil de ativismo passivo. No caso de investidores conservadores, como os fundos de pensão, a tendência observada de aumento da participação indireta nas empresas, por meio de fundos de investimento, foi também apontada.

Em suma, a tese buscou desenvolver uma análise mais aprofundada sobre o modo de atuação dos investidores institucionais no Brasil. As discussões propostas são úteis para diferentes públicos, desde formuladores de políticas até *stakeholders*. Isso porque, tendo sido reconhecida, por diferentes literaturas, a importância dos investidores institucionais nos mercados financeiros, dá-se um passo adiante na análise de quem são, quais os condicionantes e qual a influência destes agentes no âmbito corporativo de uma importante EE.

Foram fornecidas evidências analíticas e empíricas de que os resultados obtidos pela literatura internacional não necessariamente se aplicam ao caso brasileiro. Características próprias, assim como o perfil de investimento, dos investidores alteram o potencial de ativismo. Ou seja, um grupo específico de agentes influi sobre as estratégias corporativas das CNF nacionais, mas, diferente do evidenciado pela literatura internacional, tal grupo não é formado nem por investidores voláteis, no sentido de possuírem uma elevada influência marginal, nem por investidores caracterizadamente conservadores, como os fundos de pensão.

A pesquisa apresenta algumas limitações. Em primeiro lugar, como argumentado por Çelik e Isaksson (2013), são inúmeras as características que, em conjunto, constituem o “modelo de negócios” de cada investidor e, por isso, orientam a sua atuação no mercado financeiro. Há, portanto, critérios relevantes para diferenciar os investidores institucionais que não foram considerados nesta pesquisa, como, por exemplo, a finalidade da instituição, sua estrutura de passivos e objetivos políticos e sociais. A razão para não se considerar tais aspectos reside no fato de estes serem, em sua maioria, de cunho qualitativo e, portanto, dificilmente replicáveis para grandes amostras.

Outra limitação é a não incorporação de critérios tais quais a forma como é cobrada a taxa de administração de um determinado fundo, se fixa ou sobre os rendimentos, e o fato de

um fundo de pensão ser aberto ou fechado. Neste caso, como no último, a dificuldade também está na dificuldade de captar, individualmente, informações específicas sobre os investidores que compõem a amostra. Tais aspectos, se relevantes na tomada de decisão pelos gestores, fizeram com que fundos por eles geridos pertencessem a *clusters* diferentes a depender do perfil de investimento, caso contrário, não influenciaram o método de agrupamento adotado. Não obstante, tal escolha metodológica implica não ter sido desenvolvida uma discussão pormenorizada das questões regulatórias previstas para cada subcategoria das três categorias de investidores institucionais consideradas (se *asset manager*, fundo de pensão ou seguradora). Por exemplo, não foram discutidas as diferenças regulamentares incidentes sobre a atuação, no mercado de capitais, de fundos de pensão abertos ou fechados.

Pesquisas futuras podem analisar todo o portfólio dos investidores institucionais, incluindo investimentos internacionais e em outros títulos que não ações. Preencher essa lacuna demonstra-se particularmente relevante uma vez que possibilitaria confirmar hipóteses aqui suscitadas, mas não testadas. Por exemplo, seria possível verificar se a passividade dos investidores denominados voláteis pode ser efetivamente associada ao caráter marginal dos investimentos em EE. Além disso, seria possível averiguar se investidores mais conservadores, em vez de exercer uma influência direta sobre as companhias investidas, têm um envolvimento indireto no processo decisório. Ou seja, tornar-se-ia possível realizar inferências a respeito das mudanças no perfil de ativismo de cada investidor a depender do tipo de título, além de comparar os perfis em diferentes países onde o investimento é realizado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACHARYA, V. V.; VISWANATHAN, S. Leverage, moral hazard, and liquidity. **The Journal of Finance**, v. 66, n. 1, p. 99-138, 2011.
- AGLIETTA, M. Shareholder Value and Corporate Governance: some tricky questions. **Economia e Sociedade**, v. 29, n. 1, p.146-159, 2000.
- AKKEMIK, K. A.; ÖZEN, S. Macroeconomic and Institutional Determinants of Financialisation of Non-financial Firms: Case Study of Turkey, **Socio-Economic Review** v. 12, n. 1, p.71–98, 2014.
- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Votos das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, p.129-152, 2007.
- ALMEIDA, J. S. G.; NOVAIS, L. F; ROCHA, M. A. **A fragilização Financeira das empresas não financeiras no Brasil pós-crise**. Texto para Discussão, n. 281, Instituto de Economia da Unicamp. Campinas, 2016.
- ANDRADE, R. P.; PRATES, D. M. Exchange Rate Dynamics in a Peripheral Monetary Economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 35, p. 399–416, 2013.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. **Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 277–297, 1991.
- ARELLANO, M.; BOVER, O. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. **Journal of Econometrics**, v. 68, n. 1, p. 29-51, 1995.
- ARESTIS, P; DEMETRIADIS, P.O; LUNTEL, K.B. Financial development and economic growth: the role of the stock markets. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 33, n. 1, p. 16-41, 2001.
- BEBCHUK, L.; BRAV, A.; WEI, J. The long-term effects of hedge fund activism. **Columbia Law Review** 115, p. 1085–1156, 2015.
- BECK, T.; LEVINE, R. **Stock markets, banks and growth: Correlation or causality?** The World Bank. Policy Research Working Paper Series. n. 2670, 2001.
- _____. Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter? **Journal of Financial Economics**, v. 64, n. 2, p. 147-80, 2002.
- BECKER, J.; JÄGER, J.; LEUBOLT, B.; WEISSENBACHER, R. Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective, **Competition & Change**, v. 14, n. 3–4, p. 225–47, 2010.
- BELLOFIORE, R.; HALEVI, J. Deconstructing Labor: A Marxian–Kaleckian Perspective on What Is ‘New’ in Contemporary Capitalism and Economic Policies. In: GNOS, C.; ROCHON, L. P.; TROPEANO, D. (Eds.). **Employment, Growth and Development**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, p. 11–27, 2012.
- BELLUZZO, L. G. e ALMEIDA, J. G. **Depois da Queda**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

- BENA, J; FERREIRA, M. A.; MATOS, P.; PIRES, P. **Are Foreign Investors Locusts? The Long-Term Effects of Foreign Institutional Ownership**. European Corporate Governance Institute (ECGI), Finance Working Paper n. 468/2016, Darden Business School Working Paper n. 2640045, October 2016.
- BIANCARELLI, A.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. **O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise**, Texto para Discussão, n. 296, Instituto de Economia da Unicamp. Campinas, 2017.
- BIN, D. The Politics of Financialization in Brazil. **World Review of Political Economy**, v. 7, p. 106–26, 2016.
- BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; GORGA, E. **An Overview of Brazilian Corporate Governance**. Cornell Law Faculty Publications Paper 101, Cornell University Law School, 2008.
- BLOMMESTEIN, H.; FUNKE, N. (Eds.) **Institutional Investors in the New Financial Landscape**. Paris, FR: OECD Publishing, 1998.
- BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of Econometrics**, v. 87, p. 115-143, 1998.
- BONIZZI, B. Financialization in Developing and Emerging Countries, **International Journal of Political Economy**, v. 42, n. 4, p. 83–107, 2013.
- BONIZZI, B. International Financialisation, Developing Countries and the Contradictions of Privatised Keynesianism, **Economic and Political Studies**, v. 5, n. 1, p. 21–40, 2017a.
- BONIZZI, B. Institutional investors' allocation to emerging markets: A panel approach to asset demand. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 47, p. 47–64, 2017b.
- BORTZ, P. G.; KALTENBRUNNER, A. The International Dimensions of Financialization in Developing and Emerging Economies. **Development and Change**, v. 49, n. 2, p. 375-393, 2018.
- BORGES, L.; SERRÃO, C. Aspectos da Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 111–148, 2005.
- BRAGA, J. C. D. S. Financeirização Global: o Padrão sistêmico de Riqueza do Capitalismo Contemporâneo. In: FIORI, J. L.; TAVARES, M. D. C. (Eds.). **Poder e Dinheiro: uma Economia Política da Globalização**. Petrópolis: Editora Vozes, p. 195–243, 1998.
- BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438-438, 2015.
- BRICKLEY, J. A.; LEASE, R. C.; SMITH, C. W. Ownership structure and voting on anti-takeover amendments, **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 267-291, 1998.
- BROSSARD, O.; LAVIGNE, S.; SAKINÇ, M. E. Ownership structures and R&D in Europe: The good institutional investors, the bad and ugly impatient shareholders. **Industrial and Corporate Change**, v. 22, n. 4, p. 1031–1068, 2013.
- BRUNO, M.; CAFFE, R. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. In: **População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil**. Rio de Janeiro: IBGE, p. 35-61, 2015.

BRUNO, M.; CAFFÉ, R. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, v. 26, N. Especial, p. 1025-1062, 2017.

BUSHEE, B. J. The Influence of Institutional Investors on Myopic R & D Investment Behavior. **The Accounting Review**, v. 73, n. 3, p. 305–333, 1998.

_____. Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Lon-Run Value? **Contemporary Accounting Research**, v. 18, n. 2, p. 207–46, 2001.

_____. Identifying and Attracting the “Right” Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 16, n. 4, p. 28–35, 2004.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças USP**, v.24, n.62, p.142–153, 2013.

CARVALHAL-DA-SILVA, A., & LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1–18, 2005.

CARVALHO, A. DE. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, p. 19–32, 2002.

CLAESSENS, S.; KLINGEBIEL, D.; LUBRANO, M. **Corporate Governance Reform Issues in the Brazilian Equity Markets**. Working Paper, World Bank, January 2000.

ÇELIK, S.; ISAKSSON, M. **Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?** OECD Corporate Governance Working Papers No. 11, 2013.

CHEN, X.; HARFORD, J.; LI, K. Monitoring: Which institutions matter? **Journal of Financial Economics**, v. 86, n. 2, p. 279–305, 2007.

COLOT, O.; BAUWERAERTS, J. Are Institutional Investors Beneficial to Family Firm Performance? Evidence from the French Stock Exchange. **International Journal of Financial Research**, v. 7, n. 2, p. 39–52, 2016.

CORREA, E.; VIDAL, G.; MARSHALL, W. Financialization in Mexico: Trajectory and Limits. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 35, p. 255–275, 2012.

CÔRREA, M. F.; LEMOS, P. M.; FEIJÓ, C. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. **Economia e Sociedade**, v. 26, N. Especial, p. 1127-1148, 2017.

CRANE, A. D.; MICHENAUD, S.; WESTON, J. P. The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds. **Review of Financial Studies**, v. 29, n. 6, p. 1377–1408, 2016.

CROTTY, J. **The Effects of Increased Product Market Competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era**. Political Economy Research Institute Working Paper n. 44, 2002.

CROTTY, J. The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era. In: EPSTEIN, G. A. (Ed.). **Financialization and the World Economy**. Northampton, MA: Edward Elgar Publishing, p. 77-110, 2005.

CROUCH, C. Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime. **The British Journal of Politics & International Relations**, v. 11, n. 3, p. 382–399, 2009.

DAVID, P.; HITT, M.; JIMENO, J. The Influence of Activism by Institutional Investors on R&D. **Academy of Management Journal**, v. 44, n. 1, p. 144–157, 2001.

DAVIS, E.P.; STEIL, B. **Institutional Investors**. Cambridge, MA: MIT Press, 2001.

DAVIS, L. E. **Financialization and the nonfinancial corporation: an investigation of firm-level investment behavior in the U.S., 1971-2011**. University of Massachusetts Amherst. Working Paper 2013-08, 2013.

_____. Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the U.S. economy: A decomposition of firm-level balance sheets. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 39, n. 1, p. 115–141, 2016.

DE CONTI, B.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, v. 23, n.2(51), pp. 341–372, 2014.

DE CONTI, B. M. Os fundos brasileiros de previdência complementar: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos. *In*: Claudio Hamilton Matos dos Santos. (Org.). **Características estruturais do sistema financeiro brasileiro: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015**. 1ed. Brasília: IPEA, pp. 343-374, 2016a.

_____. Previ, Petros e Funcef: uma análise da alocação das carteiras das três maiores entidades brasileiras de previdência complementar (2003-2013). *In*: Claudio Hamilton Matos dos Santos. (Org.). **Características estruturais do sistema financeiro brasileiro: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015**. 1ed. Brasília: IPEA, p. 375, 2016b.

DE PAULA, L. F.; FRITZ, B.; PRATES, D. M. Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.40, n. 2, 183–202, 2017.

DEMIR, F. The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries. **Review of Radical Political Economics**, n. 39, p. 351–359, 2007.

_____. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. **Journal of Development Economics**, v. 88, p. 314–324, 2009.

DOW, S. International Liquidity Preference and Endogenous Credit. *In*: DEPREZ, J.; HARVEY, J. (Eds.). **Foundations of International Economics: Post Keynesian perspectives**. London: Routledge, pp. 153–70, 1999.

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

_____. **The Crisis of Neoliberalism**, Cambridge, MA, Harvard University Press, 2011.

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

ERIKSEN. K. W.; KVALØY, O. Myopic Investment Management. **Review of Finance**, v. 14, n. 3, p. 521–542, 2010.

- FAZZARI, S. M.; HUBBARD, R. G.; PETERSEN, B. C. Financing Constraints and Corporate Investment. **Brookings Papers Economic Activity**, v. 19, p. 141–95, 1988.
- FERREIRA, M. A.; MATOS, P. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, p. 499–533, 2008.
- FILLETTI, J. P. **Financiamento de empresas não-financeiras de capital aberto: proposição de uma abordagem quantílica**. Campinas, 2010. Tese (Doutorado em Teoria Econômica) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 156p, 2010.
- FIGUEIREDO FILHO, D. B.; SILVA JÚNIOR, J. A. DA. Visão além do alcance: uma introdução à análise fatorial. **Opinião Pública**, v. 16, n. 1, p. 160–185, 2010.
- FONSECA, C. **A influência da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto (2000 – 2013)**. Campinas, 2015. Dissertação (Mestrado em Teoria Econômica) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 204p, 2015.
- FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F. Governança Corporativa e Custo de Capital de Terceiros: Evidências entre Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **REAd. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)**, v. 22, n. 1, p. 106-133, 2016.
- FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; LIMA E ALVES, D. Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.
- GILL, A., BIGER, N., TIBREWALA, R. Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. **The Open Business Journal**, v. 3, p. 8–14, 2010.
- GORGA, E. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Northwestern Journal of International Law and Business**, v. 29, n. 2, p. 439-551, 2009.
- GUTTMANN, R. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. **Novos Estudos**, v. 82, p. 11–33, 2008.
- HAIR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J. **Multivariate Data Analysis: A Global Perspective**. 7. ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2009.
- HARICHANDRA, K.; THANGAVELU, S. M. **Institutional Investors, Financial Sector Development and Economic Growth in OECD Countries**. National University of Singapore, Department of Economics. Departmental Working Papers wp0405, 2004.
- STATALIST. **How do you correct for AR(2) in 2-Step Difference GMM?** Disponível em: <<https://www.statalist.org/forums/forum/general-stata-discussion/general/160827-how-do-you-correct-for-ar-2-in-2-step-difference-gmm>>. Acesso em: 01 abr. 2018.
- JENSEN, G. R.; SOLBERG, D. P.; ZORN, T. S. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 27, n. 1, p. 247-263, 1992.
- JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986.
- JOHNSON, R. A.; WICHERN, D. W. **Applied Multivariate Statistical Analysis**. 6. ed. New Jersey: Pearson Education Limited, 2013.

KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. P. Developing Countries' Changing Nature of Financial Integration and New Forms of External Vulnerability: The Brazilian Experience, **Cambridge Journal of Economics**, v. 39, n. 5, p. 1281–306, 2015.

_____. Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience, **New Political Economy**, v. 23, n. 3, 2018.

KARWOWSKI, E.; STOCKHAMMER, E. Financialisation in Emerging Economies: A Systematic Overview and Comparison with Anglo-Saxon Economies, **Economic and Political Studies**, v. 5, n. 1, p. 60–86, 2017.

KATAN, H.; MAT NOR, F. Institutional Ownership Heterogeneity and Firm Performance: Evidence from Malaysia. **International Journal of Economics and Finance**, v. 7, n. 12, p. 176, 2015.

KEYNES, J. M. (1936). **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: Macmillan. CW, VII. Edição brasileira Abril Cultural, Os Economistas, São Paulo, 1983.

KLIMAN, A.; WILLIAMS, S. D. Why 'financialisation' hasn't depressed US productive investment. **Cambridge Journal of Economics**, v. 39, p. 67–92, 2014.

KRIPPNER, G. The Financialization of the American Economy. **SocioEconomic Review**, v. 3, n. 2, p. 173-208, 2005.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471–518, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

LAVOIE, M. **Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis**. Aldershot, UK: Edward Elgar, 1992.

LAZZARINI, S. G. **Capitalismo de laços**. Os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LAZONICK, W. From innovation to financialization: how shareholder value ideology is destroying the US economy. *In*: WOLFSON, M. H. e EPSTEIN, G. A. (Ed.) **The Handbook of the Political Economy of Financial Crises**. Oxford: Oxford University Press, p. 491–511, 2013.

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.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, v. 35, p. 688-726, 1997.

MAATEN, L. VAN DER; HINTON, G. Visualizing Data using t-SNE. **Journal of Machine Learning Research**, v. 620, n. 1, p. 267–84, 2008.

MAIA, A. G. Valoração de Recursos Ambientais. 2002. Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

_____. Espacialização de classes no Brasil: uma nova dimensão para análise da estrutura social. 2006. Tese de Doutorado. Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2006.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.

MEHTA, A. An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy - Evidence from the UAE Companies. **Global Review of Accounting and Finance**, v. 3, n. 1, p. 18 – 31, 2012.

MERTON R.C.; BODIE, Z. A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. *In*: CRANE, D. B.; FROOT, K. A.; MASON, S. P.; PEROLD, A.; MERTON, R. C.; BODIE, Z.; SIRRI, E. R.; TUFANO, P. (Eds.) **The Global Financial Systems: A Functional Perspective**, Boston: Harvard Business School Press, p. 3-31, 1995.

MINSKY, H. P. **Can “it” happen again? Essays on instability and finance**. Armonk, New York: M.E. Sharpe, 1982.

_____. **Stabilizing an unestable economy**. New York: Mc Graw Hill, 2008.

MIRANDA, B. P. J.; CROCCO, M. A.; SANTOS, F. S. Impactos da Financeirização sobre o Padrão de Financiamento e a Governança das Empresas Não-Financeiras Brasileiras de Capital Aberto: período de 1995-2008. **Revista de Economia**, v. 41, n. 2, p. 07-30, 2015.

_____. Financeirização e governança corporativa: um estudo sobre a estrutura de controle das empresas não-financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa. **Brazilian Keynesian Review**, v. 3, n. 1, p. 75-94, 2017.

MIYAJIMA, K. AND SHIM, I. Asset managers in emerging market economies. **BIS Quarterly Review**, 2014.

MONTGOMERIE, J. Financialization of the American credit card industry. **Competition and Change**, v. 10, n. 3, p. 301–319, 2006.

MOREIRA, M.; PUGA, F. Como a Indústria Financia seu Crescimento? Uma Análise do Brasil Pós-Real. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 5, n. Especial, p. 39, 2000.

MOTA, D. C; EID JUNIOR, W. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. *In*: **Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração**, 34, 2010, Rio de Janeiro. *Anais eletrônicos*. Rio de Janeiro: ANPAD, 2010. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br>>. Acesso em: 03 jul 2018.

MYERS, S. The Capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, 1984.

OECD (2014), "Are institutional investors the answer for long-term development financing?" *In*: **Development Co-operation Report 2014: Mobilising Resources for Sustainable Development**. Paris: OECD Publishing, p. 79–89.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

ORHANGAZI, O. Financialization and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the US Economy, 1973–2004, **Cambridge Journal of Economics**, v. 32, n. 6, p. 863–86, 2008.

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

PRATES, D. **O regime de câmbio flutuante no Brasil (1999-2012): especificidades e dilemas**. Brasília: IPEA, 2015.

RANCIÈRE R. TORNELL A. Financial Liberalization, Debt Mismatch, Allocative Efficiency and Growth. **American Economic Journal: Macroeconomics**, v. 8, n. 2, p. 1–44, 2016.

RETHEL, L. Financialisation and the Malaysian Political Economy. **Globalizations**, v. 7, p. 489–506, 2010.

REY, H. **Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence**. NBER Working Paper, n. 21162, 2013.

_____. **International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma**, NBER Working Paper, n. 21162, 2014.

ROODMAN, D. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. **The Stata Journal**, v. 9, n. 1, p. 86–136, 2009.

SIFFERT FILHO, N. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. **Revista do BNDES**, p. 1–23, 1998.

SINGH, A. **Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies. A Comparative International Study**. IFC Technical Paper, n. 2. Washington D.C, 1995.

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

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

STULZ, R. M. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. **Journal of Financial Economics**, v. 26, n. 1, p. 3–27, 1990.

VITTAS, D. **Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?** The World Bank. Policy Research Working Paper Series. n. 2670, 2001.

ANEXOS

Anexo 1 – Resultados da PCA com rotação pelo método Varimax

Variáveis	PC1	PC2	PC3	PC4
<i>NE</i>	0,926		0,140	
<i>NS</i>	0,920		0,155	
<i>VALOR</i>				0,334
<i>PM</i>			-0,108	0,807
<i>PGB</i>			-0,138	0,824
<i>VP</i>		-0,909		-0,106
<i>VPB</i>	0,200		0,889	
<i>DE</i>	-0,247	-0,552	-0,218	-0,281
<i>DS</i>	-0,194	-0,114		-0,392
<i>NVP</i>	0,840	-0,238	0,342	
<i>NVPB</i>	0,728			
<i>NVPM</i>	0,716		0,111	0,149
<i>NVPA</i>	0,427		0,231	0,354
<i>GI</i>	0,164		0,906	
<i>PI</i>	0,206		0,887	
<i>PM1</i>		0,958		
<i>PM2</i>		0,962		
SS loadings	3,864	3,081	2,723	1,850
Proportion Var	0,227	0,181	0,160	0,109
Cumulative Var	0,227	0,409	0,569	0,678

Nota: NE = Número de empresas; NS = Número de setores; Valor = Valor do investimento anual; PM = Participação percentual média; PGB = Porcentagem de grandes blocos; VP = Variação percentual na posição; VPB = Variação percentual baixa; DE = Dummy de entrada; DS = Dummy de saída; NVP = Número de vezes em que houve variação percentual; NVPB = NVP baixa; NVPM = NVP média; NVPA = NVP alta; GI = Ganho de influência; PI = Perda de influência; PM1 = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no intervalo); PM2 = Porcentagem mantida estável (base total de empresas investidas no ano inicial).

Fonte: elaboração própria.

Anexo 2 – Estatísticas descritivas para cada um dos quatro *clusters* definidos

<i>Cluster</i>	Variáveis binárias	<i>Asset manager</i>	Fundo de pensão	Seguradora	Nacional	Estatal	Independente
1	Sim	48	3	1	0	7	0
	Não	4	49	51	52	45	52
2	Sim	101	2	1	0	0	104
	Não	3	102	103	104	104	0

Anexo 2 – Estatísticas descritivas para cada um dos quatro *clusters* definidos (*cont.*)

<i>Cluster</i>	Variáveis binárias	<i>Asset manager</i>	Fundo de pensão	Seguradora	Nacional	Estatal	Independente
3	Sim	128	5	0	133	0	133
	Não	5	128	133	0	133	0
4	Sim	46	9	2	57	12	0
	Não	11	48	55	0	45	57
<i>Cluster</i>	Fatores	Diversificação	Estabilidade	Marginalidade	Posição		
1	Mínimo	-0,77	-0,98	-0,79	-1,65		
	1º quartil	-0,43	-0,59	-0,55	-0,82		
	Mediana	-0,25	-0,39	-0,38	-0,53		
	Média	0,13	-0,01	0,30	-0,18		
	3º quartil	0,16	0,08	0,68	0,51		
	Máximo	8,44	3,44	5,24	2,66		
2	Mínimo	-0,65	-1,01	-0,77	-1,62		
	1º quartil	-0,43	-0,59	-0,55	-0,71		
	Mediana	-0,30	-0,54	-0,39	-0,44		
	Média	-0,04	-0,06	0,17	-0,02		
	3º quartil	0,05	0,15	0,26	0,62		
	Máximo	3,46	3,44	4,03	4,75		
3	Mínimo	-0,71	-1,00	-0,80	-1,64		
	1º quartil	-0,43	-0,59	-0,56	-0,67		
	Mediana	-0,33	-0,54	-0,51	-0,14		
	Média	-0,06	-0,05	-0,12	0,06		
	3º quartil	0,06	-0,02	0,02	0,68		
	Máximo	6,06	3,49	4,42	2,95		
4	Mínimo	-0,69	-0,86	-0,79	-1,62		
	1º quartil	-0,43	-0,58	-0,55	-0,62		
	Mediana	-0,18	-0,37	-0,33	0,11		
	Média	0,22	0,22	-0,16	0,26		
	3º quartil	0,03	0,94	-0,01	0,97		
	Máximo	7,66	3,47	1,95	2,55		

Fonte: elaboração própria.

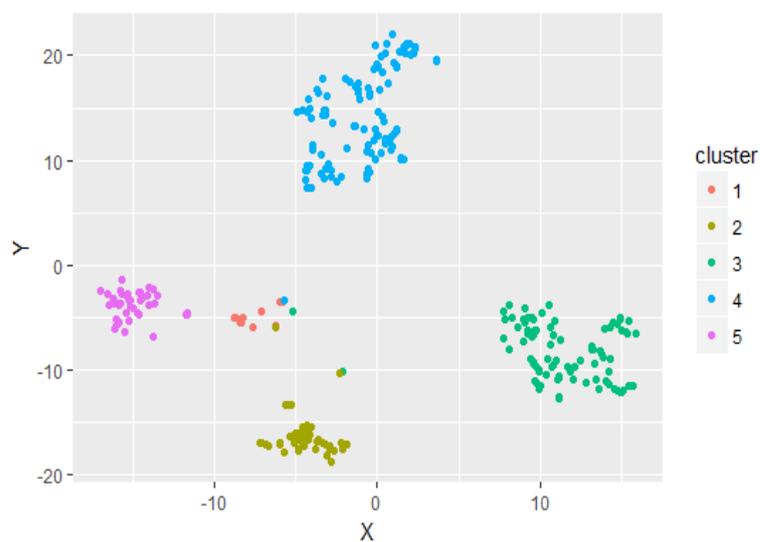
Anexo 3 – Estatísticas descritivas para o caso em que são definidos 5 *clusters*

<i>Cluster</i>	Variáveis binárias	<i>Asset manager</i>	Fundo de pensão	Seguradora	Nacional	Estatal	Independente
1	Sim	14	0	14	2	5	11
	Não	0	14	0	12	9	3
2	Sim	2	49	49	50	44	50
	Não	48	1	1	0	6	0
3	Sim	3	102	103	104	104	0
	Não	101	2	1	0	0	104
4	Sim	2	128	130	0	130	0
	Não	128	2	0	130	0	130
5	Sim	2	48	46	0	44	48
	Não	46	0	2	48	4	0
<i>Cluster</i>	Fatores	Diversificação	Estabilidade	Marginalidade	Posição		
1	Mínimo	-0,48	-0,62	-0,57	-0,79		
	1º quartil	-0,23	-0,1	-0,43	0,38		
	Mediana	-0,13	1,43	-0,25	0,87		
	Média	0,87	1,28	-0,25	0,73		
	3º quartil	0,05	1,56	0,17	1,29		
	Máximo	7,66	3,49	0,16	2,16		
2	Mínimo	-0,77	-0,98	-0,79	-1,65		
	1º quartil	-0,43	-0,6	-0,55	-0,85		
	Mediana	-0,28	-0,5	-0,42	-0,55		
	Média	0,13	-0,04	0,33	-0,24		
	3º quartil	0,22	0,04	0,75	0,22		
	Máximo	8,44	3,44	5,24	2,66		
3	Mínimo	-0,65	-1,01	-0,77	-1,62		
	1º quartil	-0,43	-0,59	-0,55	-0,71		
	Mediana	-0,3	-0,54	-0,39	-0,44		
	Média	-0,04	-0,06	0,17	-0,02		
	3º quartil	0,05	0,15	0,26	0,62		
	Máximo	3,46	3,44	4,03	4,75		

Anexo 3 – Estatísticas descritivas para o caso em que são definidos 5 *clusters* (cont.)

Cluster	Fatores	Diversificação	Estabilidade	Marginalidade	Posição
4	Mínimo	-0,71	-0,1	-0,8	-1,64
	1º quartil	-0,43	-0,59	-0,56	-0,69
	Mediana	-0,33	-0,54	-0,51	-0,24
	Média	-0,06	-0,1	-0,12	0,04
	3º quartil	0,06	-0,06	0,04	0,65
	Máximo	6,06	3,44	4,42	2,95
5	Mínimo	-0,69	-0,86	-0,79	-1,62
	1º quartil	-0,44	-0,59	-0,55	-0,63
	Mediana	-0,24	-0,43	-0,34	-0,05
	Média	-0,01	0,05	-0,14	0,19
	3º quartil	-0,04	0,44	0,05	0,87
	Máximo	5,77	3,44	1,95	2,55

Fonte: elaboração própria.

Anexo 4 – Incorporação estocástica de vizinhos *t*-distribuída (t-SNE) quando definidos 5 *clusters*

Fonte: elaboração própria.

Anexo 5 – Resultados das estimações dos modelos pelo GMM-Sys considerado o período 2011-2016

	Modelo <i>DIVID</i>				Modelo <i>AF</i>			
	Coef.	Dv. P	Coef.	Dv. P	Coef.	Dv. P	Coef.	Dv. P
<i>Y_{t-1}</i>	0,3661***	(0,068)	0,3673***	(0,062)	0,6293***	(0,114)	0,6389***	(0,107)
<i>TAM</i>	-0,0275	(0,152)	-0,0415	(0,130)	-0,3154	(0,247)	-0,3169	(0,217)
<i>ROA</i>	0,1060***	(0,039)	0,1035***	(0,040)	0,0663	(0,047)	0,0627	(0,043)
<i>OC</i>	-0,0050**	(0,003)	-0,0059**	(0,003)	-0,0077	(0,005)	-0,0063	(0,005)
<i>CAPEX</i>	-0,0235	(0,020)	-0,0315	(0,024)	-0,0837	(0,077)	-0,0822	(0,081)
<i>DB</i>	-0,0320*	(0,019)	-0,0389**	(0,015)	0,0018	(0,032)	-0,0064	(0,026)
<i>LC</i>	0,0457	(0,065)	0,0404	(0,065)	-	-	-	-
<i>GC (= 1)</i>	0,2201	(0,253)	0,5861*	(0,336)	-	-	-	-
<i>II (= 1)</i>	-0,2387	(0,308)	-	-	1,1688	(0,858)	-	-
<i>II₁</i>	-	-	-0,1509	(0,528)	-	-	1,1654	(1,167)
<i>II₂</i>	-	-	-0,0265	(0,552)	-	-	1,7673*	(1,037)
<i>II₃</i>	-	-	-0,8620*	(0,476)	-	-	1,3527*	(0,820)
<i>II₄</i>	-	-	-0,6673	(0,591)	-	-	0,8554	(1,313)
<i>Dummies de setor</i>	SIM		SIM		SIM		SIM	
<i>Dummies de ano</i>	SIM		SIM		SIM		SIM	
Número de obs.	959		959		972		972	
Hansen	52,67	(0,795)	105,72	(0,517)	83,88	(0,093)	112,38	(0,499)
AR (1)	-2,81	(0,005)	-2,82	(0,005)	-3,15	(0,002)	-3,23	(0,001)
AR (2)	-1,57	(0,115)	-1,59	(0,112)	-0,86	(0,388)	-0,87	(0,387)

Notas: (i) Os símbolos ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis 1%, 5% e 10%, respectivamente. (ii) A sinalização ‘SIM’ indica que as *dummies* de setor e ano foram incorporadas no modelo, mas seus coeficientes não foram apresentados devido a uma limitação de espaço. (iii) Para os testes de Hansen, AR (1) e AR (2) reporta-se a estatística do teste e, entre parênteses, o nível descritivo (*p-value*). (iv) Descrição das variáveis: *TAM* = tamanho; *ROA* = rentabilidade do ativo; *OC* = oportunidades de crescimento; *CAPEX* = investimento produtivo; *DB* = endividamento; *LC* = liquidez corrente; *GC* = governança corporativa; *II* = investidores institucionais; *II₁*, *II₂*, *II₃* e *II₄* = *clusters* a que pertencem os investidores institucionais.

Fonte: Resultados da pesquisa.