

A divisão do lucro médio e a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio: análise e proposta de estimação para o Brasil*

The Division of the Average Profit and the Entrepreneur's Rate of Profit on Equity: Analysis and Estimation Proposal for Brazil

Leonel Toshio Clemente, Thiago Cesar Ribeiro e Lucas Rodrigues**

Resumo: Este artigo discute o conceito da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio, sua relação com o sistema de crédito, e a sua importância na dinâmica da acumulação capitalista. Argumenta-se que o indicador contábil de rentabilidade ROE (*Return on Equity*) se constitui como uma *proxy* da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio e propõe-se uma metodologia para sua estimação. O ROE médio das empresas no Brasil é estimado no período 2000T1 - 2021T2 e sua evolução é analisada.

Palavras-chave: Taxa de Lucro. Taxa de Lucro do Empresário Sobre Capital Próprio. Sistema de Crédito.

Abstract: This article discusses the concept of the entrepreneur's rate of profit on equity, its relation with the credit system and its importance in the dynamics of capitalist accumulation. The paper argues that the ROE (Return on Equity) constitutes a proxy for the rate of profit of enterprise on equity, proposing a methodology for its estimation. The average ROE of companies in Brazil is estimated between 2000T1 - 2021T2 and its evolution is analyzed.

Keywords: Profit Rate. Rate of profit of enterprise on Equity. Credit System.

JEL: E11. N16.

* Submissão: 17/10/2022 | Aprovação: 06/03/2023 | DOI: 10.5380/re.v44i84.92450

** Respectivamente: (1) Professor do Departamento de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Brasil | ORCID: 0000-0001-8032-1530 | E-mail: leonE-mailelemente@hotmail.com | (2) Doutorando em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Brasil | ORCID: 0009-0008-6541-0402 | E-mail: thiago.ribeiro.cr@gotmail.com | (3) Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Sul e Sudeste do Pará (Unifesspa), Brasil | ORCID: 0000-0002-0903-0746 | E-mail: lucas.rodrigues@unifesspa.edu.br



1. Introdução

Uma importante contribuição do professor Claus Magno Germer à economia política marxista foi o seu tratamento teórico acerca do conceito da taxa média de lucro. Na medida em que o debate marxista sobre a taxa de lucro se foca na Lei de Queda Tendencial Taxa de Lucro (LQTTL), exposta na seção terceira d'O Capital, tal debate gira em torno de um conceito incompleto da taxa média de lucro. Nesse contexto, Germer (2011, 2022) desenvolve teoricamente o conceito de lucratividade a partir das formulações de Marx. Segundo o autor, a exposição da taxa média de lucro em sua forma definitiva se completa somente na quarta seção de O Capital, embora ainda repercuta na quinta.

A taxa de lucro é uma variável que pode adquirir diferentes dimensões conforme o nível de abstração da análise. No próprio Livro III de O Capital Marx discute a lucratividade em níveis distintos de abstração, avançando e retrocedendo de acordo com o objetivo de sua investigação. É na Seção V do Livro III que Marx discute a divisão qualitativa do lucro médio em lucro do empresário e juro. Na concepção de Marx, o juro é uma parte da mais-valia (lucro) produzida, que é emprestada como capital e que, como capital realizado, deve ser devolvido ao prestador.

Germer (2011), a partir de Marx (2017) e Hilferding (1985), desenvolve algebricamente a taxa de lucro do empresário e obtém a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio. Essa taxa de lucro, que é objeto de estudo do presente trabalho, tem propriedades peculiares às demais formas de representação de rentabilidade em Marx, pois, dada sua formulação (em que o denominador é composto somente pelo capital próprio), pode, sob certas circunstâncias, ser aumentada por meio do emprego de capital emprestado. Essa taxa de lucro é uma medida de rentabilidade relevante ao capitalista industrial e seu valor depende da taxa de lucro sobre o capital total, da taxa de juros e do nível de endividamento.

Em virtude do crescente interesse pela temática da lucratividade e pela importância que essa variável desempenha na dinâmica da acumulação capitalista, faz-se necessário discutir de forma minuciosa como conceber a taxa de lucro tanto no nível teórico quanto empírico. Enquanto o trabalho de Germer (2011) é de formalização teórica, neste artigo busca-se trazer a discussão ao campo empírico. Argumenta-se que o indicador de rentabilidade ROE (*Return on Equity*),

empregado pela contabilidade empresarial, é uma proxy da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio.

Analisa-se neste artigo os limites matemáticos da taxa de lucro do empresário sobre o capital próprio variando a proporção de capital próprio em relação ao total de capital adiantado. Além disso, propõe-se uma metodologia e estima-se essa taxa de lucro a partir dos demonstrativos financeiros das empresas no Brasil, disponibilizados pelo Economatica (2022), utilizando o ROE como proxy. Há no Brasil uma pequena, mas crescente, tradição empírica marxista de estimação da lucratividade, onde se destacam os trabalhos de Marquetti, Maldonado Filho e Lautert (2010, 2018), que utilizam dados ao nível dos agregados macroeconômicos. Este trabalho tem por objetivo utilizar as formulações teóricas de Germer (2011) acerca da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio para estimar uma proxy desta para o Brasil a partir das demonstrações financeiras das empresas.

O artigo se divide em cinco seções, sendo a primeira a presente introdução. A segunda seção discute teoricamente a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio. Na Seção 3 discute-se o uso de uma proxy para estimação da taxa de lucro do empresário sobre o capital próprio a partir dos dados da contabilidade empresarial. Então, na Seção 4, são apresentados e analisados os dados estimados. Por fim, na Seção 5 apresentam-se as considerações finais.

2. A Taxa de Lucro do Empresário sobre Capital Próprio

Nesta seção são apresentados os conceitos de lucro médio, a sua divisão qualitativa em lucro do empresário¹ e juro. A partir do lucro do empresário é discutido o conceito, a relevância e algumas propriedades da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio.

2.1 A Divisão do Lucro Médio em Lucro do Empresário e Juro

A aceção do lucro médio, que é dividido entre lucro do empresário e juro, parte da configuração definitiva da taxa média de lucro, denominada por Germer (2022) como *taxa média de lucro geral* (l'_g), em distinção com a *taxa média de*

¹ Neste trabalho será empregado o termo “taxa de lucro do empresário” e não “ganho do empresário” para designar taxa de lucro média menos a taxa de juros. Essa decisão segue Germer (2011, p. 299).

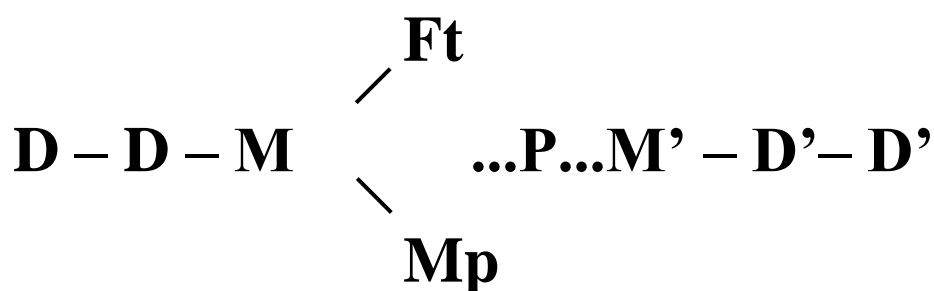
lucro industrial (l'_i), na medida em que inclui o capital mercantil e incorpora todos os determinantes da lucratividade. A inclusão do capital mercantil ocorre visto que esse capital participa do processo gravitacional de equalização das taxas de lucro².

Marx entende os juros pagos pelos capitalistas como uma parte do lucro produzido, que precisa ser pago ao proprietário do capital. O capitalista que utiliza capital emprestado tem seu lucro bruto dividido em juros e lucro do empresário. O emprestante paga ao prestador/prestamista, o capitalista monetário, parte do capital realizado, do lucro, em uma relação em que o dinheiro, enquanto capital, se torna uma mercadoria especial, possuindo a “peculiaridade de que, mediante o consumo de seu valor de uso, seu valor e seu valor de uso não só são conservados, como também incrementados” (Marx, 2017, p. 398). O capital emprestado como capital monetário é denominado capital portador de juros³.

O fato de o capital utilizado provir de um empréstimo não altera em nada o valor produzido, mas somente a distribuição da mais-valia (lucro) contido nesse valor. O capitalista monetário empresta o valor de uso do dinheiro enquanto capital, que é justamente a capacidade deste de engendrar um lucro médio. O dinheiro deve ser devolvido ao prestador como capital realizado, como valor acrescido de mais-valia (juros). Desse modo, a parte do lucro que cabe ao prestador, o capitalista monetário, se chama juros. O movimento real do capital portador de juros, entendido como um momento do capital industrial, se constitui como:

² “Seja investido industrialmente na esfera da produção, seja investido comercialmente na esfera da circulação, o capital gera, proporcionalmente a seu volume, o mesmo lucro anual médio” (Marx, 2017, p. 385).

³ “Cessão, empréstimo de dinheiro por certo tempo e devolução desse dinheiro acrescido de juros (mais-valia) constituem a forma integral do movimento, que corresponde ao capital portador de juros como tal.” (Marx, 2017, p. 395-396).

Figura 1 – O Movimento do Capital Portador de Juros

Fonte: Germer (1994), com base em Marx (2017). Elaboração própria.

Onde:

D = dinheiro

M = mercadoria

Ft = força de trabalho

Mp = meios de produção

P = produção

M' = mercadoria aumentada pela mais-valia

D' = dinheiro aumento pela mais-valia

... = o processo de circulação foi interrompido

O fluxograma apresentado na Figura 1 evidencia que a valorização do capital se dá no processo de produção, e é essa mais-valia produzida que remunera o capital portador de juros.

Essa fórmula coloca em evidência que, por um lado, o ponto de partida e o de chegada do capital é efetivamente o capitalista monetário (como em D - D'), mas, por outro lado, seu ponto obrigatório de valorização é a passagem pela forma de capital produtivo. Deve-se acrescentar que a fórmula resumida, apresentada acima, é válida caso o tomador do empréstimo seja um capitalista comercial. Isso em nada altera o argumento, pois o lucro do capital comercial resolve-se consistentemente também em parte da mais-valia gerada na esfera produtiva do capital industrial (Germer, 1994, p. 193).

Diferentemente da circulação do capital-mercadoria, nas fases D-D e D'-D' apresentadas na Figura 1, não há metamorfose da mercadoria. Em D-D não ocorre venda ou compra, mas um empréstimo submetido a um contrato. Em D'-D' há o

pagamento da dívida com um acréscimo, denominado juros, onde “a relação capitalista assume sua forma mais exterior e fetichista” (Marx, 2017, p. 441),

As taxas de lucro e de juros possuem determinantes específicos. Enquanto a taxa média de lucro é resultado de um turbulento processo concorrencial, a taxa de juros se determina no mercado monetário, de acordo com a relação entre a oferta e demanda de crédito. Dessa forma “juros expressam a valorização do capital monetário e aparece, portanto, como o preço que se paga ao prestamista pelo capital monetário” (Marx, 2017, p. 402).

Acerca dos fatores determinantes da taxa de juros, Marx destaca a inexistência de um nível “natural” da taxa de juros (Marx, 2017, p. 410). Não há uma lei para a taxa de juros, mas existem tendência e limites (Marx, 2017, p. 412). Tendo em vista que a taxa média de lucro geral se decompõe em juros e lucro do empresário, então a taxa de juros é regulada pela taxa média de lucro, a qual constitui o limite máximo da taxa média de juros.

A taxa média de juros é determinada pela concorrência entre os capitais, mas também por questões institucionais (como costume e tradição legal⁴), fatores conjunturais, fases do ciclo do capitalismo e, nos contratos individuais, depende também dos prazos e garantias estabelecidas entre o prestatário e o prestamista (Marx, 2017, p. 413).

A tendência de longo prazo da taxa de juros é declinante por dois motivos segundo Marx (2017, p. 408). Primeiro, a concentração de patrimônio herdado ao longo das gerações faz com que haja tendência de aumento da oferta de empréstimos. Além disso, o desenvolvimento do sistema de crédito permite que se reúna, em concentração progressiva, as poupanças de todas as classes da sociedade para disponibilizá-las na forma de empréstimo.

Dessa forma, para Marx, o capital portador de juros, embora “seja uma categoria absolutamente diferente da mercadoria” (Marx, 2017, p. 415), e também não passe pela metamorfose da mercadoria ao ser emprestado, se converte em uma “mercadoria *sui generis*” porque é ofertado e demandado no mercado, fazendo a taxa de juros se apresentar como se fosse o preço dessa “mercadoria *sui generis*”.

⁴ “[...] o que decide o nível dos juros no mercado é a relação entre a oferta e a demanda de capital emprestável” (Marx, 2017, p. 414). “O costume, a tradição legal etc. influem na determinação da taxa média de juros tanto quanto a concorrência, na medida em que essa taxa existe não só como cifra média, mas como grandeza efetiva” (Marx, 2017, p. 411).

A divisão quantitativa do lucro bruto em lucro do empresário e juros se converte em uma divisão qualitativa, na medida em que os juros aparecem como fruto da propriedade do capital, abstraído do processo de reprodução do capital, enquanto o lucro do empresário aparece como resultado do movimento e da atuação própria do capital, como fruto do capital atuante no processo de produção. Esta divisão qualitativa, que deriva do aspecto empírico de que a maioria dos capitalistas utilizam capital próprio e emprestado, em proporções que variam ao longo do tempo, ocorre mesmo que o capitalista industrial ou comercial se utilize somente de capital próprio. Nesse caso, o capitalista receberá o lucro do empresário, por ter adiantado o capital em um determinado empreendimento, e embolsará também os juros por ser proprietário do capital. Se tratam então de duas categorias distintas de lucro, só existindo em antítese mútua (Marx, 2017, p. 423-427).

A divisão puramente quantitativa do lucro entre duas pessoas portadoras de diferentes títulos jurídicos sobre ele converteu-se numa divisão qualitativa, que parece decorrer da própria natureza do capital e do lucro. Pois, como vimos, tão logo uma parte do lucro assume em geral a forma dos juros, a diferença entre lucro médio e os juros, ou a parte do lucro que excede os juros, converte-se numa forma antitética aos juros, [...] ⁵. Essas duas formas, os juros e o ganho empresarial, só existem em antítese mútua. Nenhuma das duas se refere, portanto, ao mais-valor, do qual elas não são mais do que partes fixadas em categorias, rubricas ou nomes distintos; referem-se, antes, uma à outra. É porque parte do lucro se converte em juros que a outra parte aparece como ganho empresarial (Marx, 2017, p. 427).

Portanto, em síntese, o juro é parte do lucro médio produzido no processo produtivo. A taxa de juros não está submetida à uma lei, mas tem limites e tendência definidos. O lucro do empresário, que é a remuneração do capitalista industrial e mercantil, por sua vez, é resultado da dedução dos juros do lucro médio, que se dividem qualitativamente.

2.2 A Taxa de Lucro do Empresário Sobre Capital Próprio

Na tradição marxista, a taxa de lucro se configura como uma variável central na dinâmica da acumulação capitalista, um indicador de saúde do

⁵ Omitiu-se dessa citação “a forma dos juros empresariais” (Marx, 2017, p. 427). Na edição em inglês (Marx, 1991), traduziu-se como “*that of profit of enterprise*” (Marx, 1991, p. 502).

capitalismo, onde seu comportamento constitui-se como o principal fator determinante das taxas de acumulação, investimento, crescimento e na evolução dos ciclos econômicos. No entanto, trata-se de uma variável que pode adquirir diferentes dimensões, tanto teoricamente quanto empiricamente.

Germer (2011) discute as implicações da divisão do lucro médio em lucro do empresário e juros. Seguindo as formulações de Hilferding (1985), Germer destaca o conceito da taxa de *taxa de lucro do empresário sobre o capital próprio* (l'_{ep}), que contribui no entendimento do papel do crédito na concorrência capitalista. Nesta seção discutiremos a definição e relevância da taxa de lucro sobre o capital próprio em suas duas formas, sobre o capital total e sobre o capital próprio. Então, subseqüentemente serão analisados os limites da taxa de lucro do empresário sobre o capital próprio quando a participação do capital próprio tende a valores extremos.

De acordo com Germer (2011), a consolidação da divisão qualitativa entre lucro do empresário e juro torna o objetivo do capitalista industrial a obtenção do lucro do empresário⁶. Em conformidade, Shaikh (2018) considera a taxa de lucro do empresário como a variável central na decisão do investimento, considerando análogos os raciocínios de Marx sobre a taxa de lucro a taxa de lucro do empresário e de Keynes sobre a eficiência marginal do capital:

Marx argumenta que é a diferença entre as duas taxas, a que chama taxa de ganho do empresário (NT) ($r - i$), que guia o investimento ativo. Keynes diz quase a mesma coisa: chama à taxa de lucro a eficiência marginal do capital (EMC) e foca na diferença entre ela e a taxa de juro como o fundamento da viabilidade do investimento. As economias neoclássica e pós-keynesiana também focam esta mesma diferença, embora de maneira indireta: os custos de produção são definidos de maneira a incluir um “custo de oportunidade”, compreendendo o equivalente a um juro sobre o stock de capital, de modo que o “lucro económico” é a quantidade de ganho do empresário e a correspondente taxa de lucro é, simplesmente, a taxa de ganho do empresário ($r - i$) (11). (Shaikh, 2018, p. 58).

O lucro econômico neoclássico também aplica lógica análoga à da taxa de lucro empresarial por descontar, em seu cálculo, o custo de oportunidade. Graziottin, Marquetti e Fornari (2022), na mesma linha de Shaikh (2018),

⁶ “É evidente que, a fim de obter o lucro do empresário, o capitalista deve obter o lucro médio, pois este, uma vez deduzido o juro, proporciona-lhe o lucro do empresário.” (Germer, 2011, p. 300)

relacionam a variável keynesiana com a variável marxista de rentabilidade. No entanto, como destacam os autores, na teoria keynesiana o lucro cumpre um papel passivo na dinâmica capitalista, sendo este determinado pelas decisões de gasto. Assim, para essa corrente teórica, o fator relevante nas decisões de investimento é a *expectativa* de lucratividade e a taxa de juros.

A taxa de juros, assim, é uma parcela da taxa geral de lucro, sendo o restante a taxa de lucro do empresário. Essa relação, é análoga à concepção de Keynes sobre a relação entre eficiência marginal do capital e juros. Assim como em Keynes, Marx considera que, para o capital individual, alto lucro do empresário é uma motivação para acumulação de capital e expansão da atividade capitalista em determinado setor (Graziottin; Marquetti; Fornari, 2022, p. 187).

Germer (2011) formaliza, com base em Marx (2017) e Hilferding (1985), a taxa de lucro do empresário e suas formas:

$$\bar{l} = l_e + j \quad (1)$$

Onde:

l_e = lucro do empresário

j = juro

Se dividirmos ambos os termos da equação por todo o capital adiantado (C), tem-se que:

$$\bar{l} = l'_e + j' \quad (2)$$

Onde:

\bar{l} = taxa de lucro média

l'_e = taxa de lucro do empresário

j' = taxa de juros

Dessa forma, isolando a taxa de lucro do empresário, tem-se essa variável como um resíduo entre a taxa de lucro média menos a taxa de juros (3). Segundo Germer (2011, p. 303), para o capitalista produtivo, o lucro do empresário é, objetivamente, o resultado do investimento do capital próprio, apesar deste provir

do capital total, ao qual o capital emprestado se agrega de forma temporária. Por esse motivo é relevante medir a rentabilidade sobre o capital próprio.

$$l'_e = \bar{l}' - j' \quad (3)$$

Considerando que parte do capital adiantado pelo capitalista é capital emprestado, podemos apresentar o lucro do empresário também como:

$$l_e = l'_e(C_p + C_e) \quad (4)$$

Onde:

C_p = capital próprio

C_e = capital emprestado

Germer (2011) propõe a seguinte formulação para a taxa de lucro empresarial sobre capital próprio:

$$l'_{ep} = \frac{l_e}{C_p} \quad (5)$$

Sendo:

$$l_e = l'_e \cdot C \quad (6)$$

Então:

$$l'_{ep} = \frac{l'_e \cdot C}{C_p} \quad (7)$$

Onde:

l'_{ep} = taxa de lucro do empresário sobre o capital próprio

C = capital integral

A partir de (7) é possível verificar que sempre que houver utilização de capital emprestado, $l'_{ep} > l'_e$, de forma com que a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio daquele que recorre ao crédito será maior que a taxa de lucro do empresário que utiliza somente o seu capital.

Hilferding (1985) identificou que a divisão qualitativa do lucro médio e a influência do crédito na concorrência capitalista implicam que:

[...] o capitalista que trabalha com parte de capital emprestado obtém uma taxa de lucro do empresário superior à obtida pelos que trabalham apenas com capital próprio, uma vez que obtém o lucro do empresário tanto sobre capital próprio quanto sobre o emprestado, isto é, obtém o lucro do empresário sobre o capital

total, embora seja proprietário de apenas uma parte dele (Germer, 2011, p. 301).

Germer (2011) denomina a razão entre capital próprio e capital integral como participação do capital próprio, o qual pode ser empregado para expressar a taxa de lucro empresarial sobre o capital próprio.

Sendo:

$$p' = \frac{c_p}{c} \quad (8)$$

Onde:

p' = participação do capital próprio

Então:

$$l'_{ep} = \frac{l'_e}{p'} \quad (9)$$

Com base no exemplo de Hilferding (1985), em que l'_e tem valor inicial de 0,25, Germer (2011) demonstra que uma redução na participação do capital próprio tem impactos positivos sobre a taxa de lucro sobre o capital próprio, enquanto aumentos na taxa de juros têm impactos negativos. Dessa forma, Germer (2011, p. 305) identifica que, mesmo com os efeitos negativos do aumento do aumento dos juros sobre a rentabilidade sobre o capital próprio, é necessário que o capitalista reduza a proporção do capital próprio para manutenção da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio.

Nesse contexto, pode-se analisar os impactos da proporção do capital próprio sobre a taxa de lucro do empresário sobre o capital próprio aplicando limites. Para o caso de taxa de lucro geral maior do que a taxa de juros, ou seja, para taxa de lucro empresarial positiva, considere a taxa de lucro do empresário sobre o capital próprio como função da participação do capital próprio. Se $l'_e > 0$, então:

$$\lim_{p' \rightarrow 0} l'_{ep} = \frac{l'_e}{0} = \infty^+ \quad (10)$$

Aplicando-se limite ao lucro do empresário como função da proporção do capital próprio, pode-se constatar que, no limite, a taxa de lucro empresarial sobre capital próprio quando a proporção do capital próprio tende a zero é infinitamente

positivo⁷. Ou seja, matematicamente, a proporção do capital próprio tem a capacidade ilimitada de recuperar esta taxa de lucro. No entanto, sabe-se que na realidade concreta as empresas precisam dar garantias aos prestamistas e investidores e, portanto, não é plausível no agregado que a proporção do capital próprio tenda a zero.

[...] há limites tanto para a redução de p' , ou seja, para o aumento do grau de endividamento, como para a elevação da taxa de juros. É óbvio que não é o limite mínimo de p' que estabelece o limite máximo de j' . O limite máximo da taxa de juros é a taxa média de lucro. Atingido este limite, a taxa de lucro do empresário e taxa de lucro do empresário sobre capital próprio seriam nulos. O limite ao aumento da taxa de endividamento é determinado, entre outros fatores, pelos critérios de segurança do sistema de crédito. (Germer, 2011, p. 315)

Marx, ao discutir os determinantes da taxa de lucro, considera que seu patamar pode depender de diversos elementos, inclusive das garantias presentes no contrato. Ou seja, o caso hipotético extremo da participação do capital próprio tendendo a zero iria pressionar a taxa de juros para cima e impactar negativamente a taxa de lucro do empresário e taxa de lucro do empresário sobre capital próprio.

Deve-se destacar que o impacto positivo do crédito sobre a taxa de lucro do empresário sobre o capital próprio não é uma contratendência à queda tendencial da taxa de lucro média. A discussão em Marx (2017) sobre a LQTTL, trata da taxa de lucro em nível mais abstrato, como taxa de lucro geral. Aqui identificou-se que a expansão do crédito é um recurso possível para recuperação da lucratividade do empresário sobre o capital próprio. A análise sobre os impactos da expansão do crédito sobre a taxa de lucro geral é feita por Maldonado (1982) e Rodrigues, Milan e Herrlein Jr. (2022), os quais consideram que a taxa de lucro média pode ser afetada positivamente pelo crédito ao liberar capital produtivo e reduzir parte do capital necessário no circuito do capital.

No outro extremo, pode-se considerar a hipótese de a participação do capital próprio tender a 1, isto é, utilização apenas de capital próprio.

$$\lim_{p' \rightarrow 1} l'_{ep} = \frac{l'_e}{1} = l'_e \quad (11)$$

⁷ Deve-se enfatizar que essa afirmação somente é válida se o lucro do empresário for maior que zero.

Ou seja, em módulo, o limite mínimo da taxa de lucro empresarial sobre capital próprio é a própria taxa de lucro do empresário e ocorre quando a participação do capital próprio tende a 1. Pode-se constatar que o crédito tem efeitos positivos sobre a rentabilidade do empresário sobre o capital próprio.

Isto significa que, quando todo o capital é próprio, o capitalista auferirá tanto o lucro do empresário quanto o juro sobre o capital, ou seja, obtém o lucro médio integral. No caso hipotético do outro extremo, em que todo o capital fosse emprestado, o capitalista funcionante obteria o lucro do empresário, enquanto o juro iria todo para o banco. (Germer, 2011, p. 299)

Em concordância com Germer (2011, p.299), constata-se que as implicações algébricas da representação da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio são coerentes com a teoria de Marx. No caso extremo de participação de capital próprio tendendo a 100%, a apropriação do lucro do empresário equivale ao lucro médio, pois não há pagamento de juros. Em termos de taxa, a taxa de lucro do empresário será igual a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio. No outro extremo, de participação de capital próprio tendendo a 0%, o empresário se apropriaria do lucro médio menos juros que seriam pagos, ou seja, o lucro do empresário. Em termos de taxa, nesse caso a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio (l'_{ep}) tenderia ao infinito.

A taxa de lucro média e taxa de lucro do empresário são vastamente utilizadas em análises marxistas. Na heterodoxia há, numa primeira impressão, alguma proximidade entre os conceitos de eficiência marginal do capital (EMK) e taxa de lucro do empresário. Germer (2011) aponta que a taxa de juros se confronta com a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio.

[...] Com a generalização do crédito, a taxa simples de lucro do empresário torna-se irrelevante como medida da rentabilidade dos capitais, exceto como indicador do limite mínimo de l'_{ep} . Este resultado é significativo porque indica que, com crédito bancário generalizado, *a eventual igualação da taxa de lucro do empresário à taxa de juros não implica que os capitalistas ficarão indiferentes entre o investimento industrial e a aplicação financeira*, uma vez que, com a utilização de crédito, sempre $l'_{ep} > l'_e$ [...] Se a EMK, proposta por Keynes, corresponder a l'_e , a conclusão de Keynes indicando a indiferença entre as duas aplicações quando a EMK iguala a taxa de juros é inválida, de modo que o investimento produtivo prosseguiria ainda que l'_e

caísse abaixo de j' . [...] segue-se que o confronto relevante da taxa de juros não é com l'_e , mas com l'_{ep} . (Germer, 2011, p. 307)

Diante disso, pode parecer que a l'_{ep} seja o indicador apropriado de rentabilidade para o capital industrial. Porém, Germer (2011, p. 308) enfatiza que a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio é um indicador de rentabilidade do capitalista industrial, e não do capital industrial. O indicador de rentabilidade do capital industrial é a taxa de lucro geral, ou média.

Os movimentos do crédito, da taxa de juros e da taxa de lucro são discutidas por Marx (2017, p. 407).

Se observarmos os ciclos de rotação em que se move a indústria moderna – estabilidade, crescente animação, prosperidade, superprodução, *crash*, estagnação, nova estabilidade etc. – ciclos cuja análise mais detalhada ultrapassa nosso campo de estudo, veremos que, na maior parte dos casos, o baixo patamar dos juros corresponde aos períodos de prosperidade ou de lucro extra, um aumento dos juros corresponde à separação entre prosperidade e seu inverso, mas um aumento dos juros até o ponto de extrema usura corresponde ao período de crise. (Marx, 2017, p. 407)

Para analisar o comportamento da cíclico da taxa de juros e taxas de lucro utilizou-se Grazziotin e Herrlein (2021) e Marx (2017) para caracterizar os ciclos de crédito, dentro dos ciclos da produção capitalista. Os ciclos da produção capitalista, impulsionados pelo crédito, caracterizados por Grazziotin e Herrlein Junior (2021, p. 45-53), com base em Marx, são divididos em cinco fases: estagnação; estabilidade; prosperidade; superprodução e especulação; e crise.

Na estagnação, que sucede uma fase de crise, há escassez de crédito no comércio. Isso decorre da precaução na venda a crédito. Na estabilidade, há retomada lenta e gradual da acumulação de capital industrial com baixa taxa de juros. Expande-se gradualmente o crédito comercial. Os títulos de crédito passam a circular em maior velocidade e volume, e os prazos estabelecidos tendem a se tornar mais longos.

Na prosperidade, a expansão do capital continua impulsionada pelo lucro do empresário que é aumentado pelos juros baixos. Nessa fase, a expansão do crédito comercial se sustenta na expansão da produção e no clima de estabilidade favorável aos contratos a prazo, mas uma progressiva escassez relativa da oferta de crédito implicará uma crescente taxa de juros.

Na fase de superprodução e especulação, há excesso de dívidas sobre o capital próprio das firmas.

Todo o processo de reprodução se sustenta no crédito durante esse período. Surgem cada vez mais firmas e agentes que operam exclusivamente com o crédito, ou seja, com capital de terceiros, tendo capital próprio irrisório. [...] especula-se cada vez mais com os resultados futuros da produção: a aposta de que os ganhos continuem crescendo é o que alavanca a produção, que cresce sustentada no crédito. No entanto, enquanto prossegue a acumulação de capital real, o capital-dinheiro se torna relativamente mais escasso. [...] Como podem tomar crédito para sanar sua situação, a aparência geral da reprodução não é de dificuldade e de crise iminente, mas sim de sustentação do crescimento. (Grazziotin; Herrlein Jr., 2021, p. 52-53)

Na crise há restrição do crédito e a taxa de juros continua a aumentar, atingindo seu pico quando eclode a crise. Nesse contexto, há uma grande quantidade de letras a vencer e os devedores não possuem dinheiro para saldá-las. Então, ao final do processo da crise, quando se normaliza a situação e a taxa de juros volta a cair, os títulos recuperam seus preços. (Grazziotin; Herrlein Junior, 2021, p. 57-58).

Desta forma, tendo em vista que a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio " l'_{ep} depende da taxa de lucro do empresário l'_e e do grau de endividamento p' " (Germer, 2011, p. 313), pode-se considerar que a taxa de lucro do empresário e a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio têm movimentos cíclicos decorrentes não somente dos movimentos ondulatórios da taxa de lucro média, mas também decorrente dos movimentos da taxa juros (que define a taxa de lucro do empresário) e dos movimentos da proporção de capital próprio (que define a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio).

Para analisar isoladamente os efeitos do crédito e da taxa de juros sobre as taxas de lucro do empresário e do empresário sobre capital próprio, considera-se por simplificação que a taxa de lucro média é constante ao longo do ciclo, o que não é uma suposição realista para no curto e no longo prazo, onde atua a LQTTL. Então, com objetivo estritamente didático, tomando-se a taxa de lucro média como constante no tempo, a fase de estagnação, caracterizada por movimento de redução da taxa de juros e por crédito em fase expansiva, será um período de elevação da

taxa de lucro do empresário e um aumento ainda mais acelerado da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio.

Na fase de estabilidade, ambas formas da taxa de lucro encontram-se em patamar alto em relação à fase anterior. Então, na prosperidade, uma progressiva escassez relativa da oferta de crédito, que implica uma crescente taxa de juros, gera redução da taxa de lucro do empresário e, se houver expansão do uso de capital de terceiros, será indeterminada a direção da trajetória da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio. Essa trajetória irá depender das variações da taxa de juros e das variações da proporção de capital próprio.

Na fase de superprodução e especulação há excesso de dívidas sobre o capital próprio das firmas e uma taxa de juros ascendente. Portanto, a taxa de lucro do empresário estará declinando, porém, tendo em vista o excesso de dívidas, a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio estará num patamar alto, mas variando numa taxa negativa.

Na crise a taxa de juros atinge seu pico e, por conseguinte, a taxa de lucro do empresário atingiria seu ponto de mínimo. Acerca do cálculo da trajetória da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio, é difícil definir a trajetória da participação do capital próprio. Essa participação de capital próprio tenderia a aumentar na crise, pois haveria escassez de crédito e, portanto, a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio tenderia a ter seu ponto de mínimo na crise. Porém, a forma como os capitalistas reconhecem suas perdas durante a crise e como se dará o processo de concentração de capital podem tornar mais complexa a análise dessa taxa de lucro.

[...] a extensão das implicações da divisão do lucro médio, sugeridas por Hilferding com base nas indicações de Marx, permitiu revelar novos ângulos do papel do sistema de crédito como potencializador do processo de acumulação. A análise realizada estende e reforça a indicação de Marx, retomada e parcialmente ampliada por Hilferding, no sentido de que a utilização do crédito, por capitalistas industriais e comerciais, constitui uma vantagem, e não uma desvantagem ou um comprometimento temporário indesejável, na concorrência, para os que o utilizam, em relação aos que trabalham apenas com capital próprio ou que apresentam menores graus de endividamento. (Germer, 2011, p. 321)

Portanto, como pode-se constatar, é difícil teorizar os movimentos cíclicos e de tendência para a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio. Faz-se necessário entender os movimentos da taxa de juros, taxa de lucro geral e participação do capital próprio. A análise realizada nessa seção é limitada, pois identificou resultados prováveis sob uma premissa pouco realista, de taxa de lucro geral constante ao longo do tempo.

Para analisar empiricamente a rentabilidade em suas diferentes formas, existe uma variedade de indicadores contábeis de rentabilidade consolidados (ROA, ROE, ROI, ROIC etc.), cada qual auferindo a partir de determinada ótica o retorno das empresas. Levy (2014) identifica distintas formas dominantes de mensuração da lucratividade contábil ao longo da história dos EUA. Em cada um desses regimes se destaca um conceito preponderante de lucratividade, embora não sejam mutuamente exclusivos. Nesta perspectiva, a história do conceito de lucro se relaciona com as formas concretas que a acumulação de capital assume. Ou seja, a contabilidade e a mensuração da lucratividade evoluem conforme as especificidades históricas da acumulação de capital. Os quatro regimes de lucratividade identificados pelo autor são: 1) balanço comercial de receitas e despesas (antes de 1850); 2) razão operacional (*operating ratio*), a relação entre despesas/custos operacionais e o custo total (1850-1920); 3) retorno sobre capital investido (*Return On Invested Capital – ROIC*), calculado a custos históricos (1920-1980); 4) retorno sobre patrimônio (*Return on Equity – ROE*), mensurado em preços de mercado (1980 – atualidade).

Neste artigo foca-se na última evolução na forma de mensuração da lucratividade empresarial, centrado no ROE, cuja fundamentação se encontra na transformação qualitativa que atravessa o capitalismo a partir da década de 1970. Na seção seguinte discutimos como o ROE se configura como uma *proxy* da taxa de lucro do empresário, realizando a estimação deste indicador na economia brasileira.

3. A Taxa de Lucro do Empresário sobre Capital Próprio no Brasil: metodologia e dados.

A grande maioria dos estudos que buscam estimar e analisar a taxa de lucro das economias utilizam dados da contabilidade nacional, ou seja, ao nível dos

agregados macroeconômicos⁸. A *proxy* frequentemente utilizada é aquela definida como a razão entre a massa de lucro produzida (proveniente da distribuição funcional da renda) e o estoque de capital. Em geral essa *proxy* macroeconômica é decomposta, nos estudos marxistas, de acordo com o trabalho seminal de Weisskopf (1979)⁹. Clemente (2017) calcula a taxa de lucro utilizando os agregados macroeconômicos para a economia dos EUA utilizando diferentes metodologias presentes na literatura, concluindo que cada metodologia apresenta vantagens e desvantagens, não existindo uma *proxy* que seja empiricamente sempre melhor, onde a utilização de cada uma delas depende do problema pesquisado. De maneira distinta destes trabalhos, neste artigo utilizamos dados contábeis das empresas que publicitam suas demonstrações financeiras, provenientes da plataforma *Economática*.

Comum entre o ROA (*Return on Assets*), ROE (*Return on Equity*), ROI (*Return on Investment*) e o ROIC (*Return on Invested Capital*), é o fato de que todos esses indicadores de rentabilidade são formados por um numerador composto por um fluxo de lucro, seja o lucro mensurado antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA/EBITDA), como no caso do ROI, ou o lucro operacional líquido após os impostos, sem considerar despesas e receitas financeiras (NOPLAT), como no caso do ROIC, ou o lucro líquido, este sendo o lucro bruto deduzido das despesas operacionais (incluindo depreciação e amortização), das despesas/receitas financeiras e dos impostos, como nos casos do ROA e do ROE.

Prado *et al.* (2018) discute diferentes perspectivas de mensuração da massa de lucro contábil, assinalando uma considerável subjetividade da medida, mas considerando o lucro como “talvez a métrica mais importante gerada pela Contabilidade”. Esta informação possui inúmeras utilizações como medição de performance, gratificações, avaliações de empresas entre outros (PRADO *et al.*, 2018, p. 48).

⁸ Shaikh e Tonak (1994) fazem uma crítica marxista dessas variáveis.

⁹ $r = \frac{\pi}{K} = \frac{\pi}{Y} \cdot \frac{Y}{Z} \cdot \frac{Z}{K} = \frac{\pi}{Y} \cdot \frac{Y}{K}$. Onde: r = *proxy* macroeconômica da taxa de lucro; π = massa de lucro total; K = estoque de capital; Y = produto interno; Z = produto interno potencial; $\frac{\pi}{Y}$ = participação dos lucros na renda; $\frac{Y}{Z}$ = taxa da capacidade utilizada; $\frac{Z}{K}$ = relação capacidade potencial-capital; $\frac{\pi}{Y}$ = participação dos lucros na renda; $\frac{Y}{K}$ = relação produto-capital (“produtividade” do capital).

Dentre as formas de massa de lucro utilizadas na literatura e na prática contábil contemporânea, o *lucro líquido* é aquele que mais se aproxima do lucro do empresário (l_e), na medida em que é o resultado da dedução de todos os custos da empresa¹⁰ sobre sua receita, o que inclui despesas operacionais, impostos, depreciação, amortização e também as despesas/receitas financeiras. Desta maneira, os juros pagos pela utilização do capital emprestado, ou mesmo os recebidos pelo empréstimo de capital próprio, estão deduzidos no lucro líquido.

Lucro Líquido =

$$\begin{aligned} &[\text{Lucro Bruto} - \text{Despesas Operacionais} - \text{Depreciação} - \text{Amortização} \\ &\quad - \text{Impostos}] - \text{Despesas (Receitas) Financeiras} \end{aligned}$$

Segundo Germer (2011), o fato de a contabilidade empresarial registrar separadamente o lucro do empresário e o juro, ou seja, o registro separado de dois rendimentos do capital, ocorre como consequência da divisão qualitativa do lucro médio em lucro do empresário e juro, perdendo-se “assim completamente a concepção baseada na teoria do valor-trabalho, desde a economia clássica, do juro e do lucro como partes da mais-valia” (Germer, 2011, p. 299).

Na anteriormente citada *prox*y macroeconômica de lucratividade, o denominador se constitui como o estoque de capital da economia nacional. Grande parte das estimações do estoque de capital utilizam o Método dos Estoques Perpetuados (MEP), recomendado pela ONU (2009) e OCDE (2009), que se configura como um método de estimação indireto, baseado na acumulação dos fluxos de investimentos e em parâmetros de tempo de vida e depreciação dos ativos. Conjuntamente com as limitações deste tipo de estimação, algumas séries disponíveis incluem imóveis para moradia, o que não se configura como capital em uma análise marxista (Clemente, 2013, p. 25). Para além dos problemas de

¹⁰ Para o capitalista individual os salários aparecem como um custo, na medida em tanto o capital constante quanto o capital variável aparecem como custos indistintos, como componentes do custo de produção. “No entanto, a taxa de lucro é desde o início distinta da taxa de mais-valor, o que aparece, num primeiro momento, apenas como outra forma de cálculo; mas, como a taxa de lucro pode aumentar ou diminuir quando a taxa de mais-valor é constante e vice-versa, e como, do ponto de vista prático, apenas a taxa de lucro interessa ao capitalista, isso também obscurece e mistifica por completo, desde o início, a verdadeira origem do mais-valor. No entanto, há aí apenas uma diferença de grandeza entre taxa de mais-valor e taxa de lucro, e não entre o próprio mais-valor e o lucro. Como na taxa de lucro o mais-valor é calculado sobre o capital total e é referido a ele como sua medida, o próprio mais-valor aparece como algo que surge do capital total, como se emanasse por igual de todas as suas partes, de modo que a diferença orgânica entre capital constante e capital variável encontra-se apagada no conceito de lucro; portanto, de fato, nessa figura metamorfoseada como lucro, o próprio mais-valor negou sua origem, perdeu seu caráter, tornou-se irreconhecível.” (Marx, 2017, p. 201).

mensuração e conceitualização do estoque de capital, Rodrigues, Milan e Herrlein Jr. (2022), seguindo Roberts (2012) e Freeman (2013), apontam as limitações de incorporar apenas o capital fixo no cálculo da taxa de lucro, defendendo o uso do patrimônio líquido na estimação. Deste modo, seria possível medir o impacto da financeirização na lucratividade.

O uso do patrimônio líquido também pode apresentar outras vantagens sobre as demais formas de cálculo da taxa de lucro, pois permite estimar de maneira mais próxima o rendimento obtido a partir do capital próprio dos proprietários e acionistas. Dessa forma, tende a vincular-se de modo mais estreito à acumulação e ao aumento da produção de mercadorias, além de proporcionar uma taxa de lucro que tende à equalização entre os setores. (Rodrigues; Milan; Herrlein Junior, 2022, p. 160)

Do ponto de vista contábil, o *patrimônio líquido* é o capital próprio das empresas, sendo constituído pelo capital social, as reservas, e o lucro/prejuízo acumulado no exercício (Silva.; Rodrigues, 2018). Desta maneira, a dominância da mensuração da lucratividade através do ROE vai ao encontro do conceito destacado e desenvolvido por Germer (2011) da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio (l'_{ep}), sendo uma *proxy* deste. O ROE, o retorno sobre patrimônio líquido, se constitui na nossa estimação como:

$$ROE = \frac{\sum \text{Lucro Líquido}}{\sum \text{Patrimônio Líquido}} = \frac{\sum \text{Lucro Líquido}}{\sum (\text{Ativo} - \text{Passivo})} \quad (12)$$

Onde:

ROE = *Return on Equity* (retorno sobre o patrimônio) = *proxy* da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio média

Lucro Líquido = *proxy* do lucro do empresário

Patrimônio Líquido = *proxy* do capital próprio das empresas

O ROE pode ser decomposto em termos de ROA e Alavancagem, se constituindo como:

$$ROA = \frac{\sum \text{Lucro Líquido}}{\sum \text{Ativos}} \quad (13)$$

$$ROE = \frac{\sum \text{Lucro Líquido}}{\sum \text{Ativo}} \cdot \frac{\sum \text{Ativo}}{\sum \text{Patrimônio Líquido}} = ROA \cdot \text{Alavancagem} \quad (14)$$

Ou alternativamente¹¹:

$$ROE = \frac{\Sigma \text{Lucro Líquido}}{\Sigma \text{Ativo}} \cdot \frac{\Sigma \text{Ativo}}{\Sigma \text{Patrimônio Líquido}} = \frac{\Sigma \text{Lucro Líquido}}{\Sigma \text{Ativo}} \cdot \frac{\Sigma (\text{Patrimônio Líquido} + \text{Passivo})}{\Sigma \text{Patrimônio Líquido}} = \frac{\Sigma \text{Lucro Líquido}}{\Sigma \text{Ativos}} \cdot \left(1 + \frac{\Sigma \text{Passivo}}{\Sigma \text{Patrimônio Líquido}} \right) \quad (15)$$

Alternativamente, Rodrigues e Silva (2022) propõem uma decomposição “à la Weisskopf” do ROE, que permite aprofundar a compreensão acerca dos componentes que contribuem na dinâmica da variável.

Os dados utilizados neste trabalho são provenientes das Demonstrações do Resultado do Exercício (DRE) e do Balanço Patrimonial disponibilizadas pelas empresas de capital aberto listadas no Brasil, assim como de outras companhias que publicitam tais informações, e sistematizadas pelo *Economática*. Utiliza-se os demonstrativos financeiros consolidados, onde “as demonstrações contábeis de grupo econômico, em que os ativos, passivos, patrimônio líquido, receitas, despesas e fluxos de caixa da controladora e de suas controladas são apresentados como se fossem uma única entidade econômica.” (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2008, p. 7).

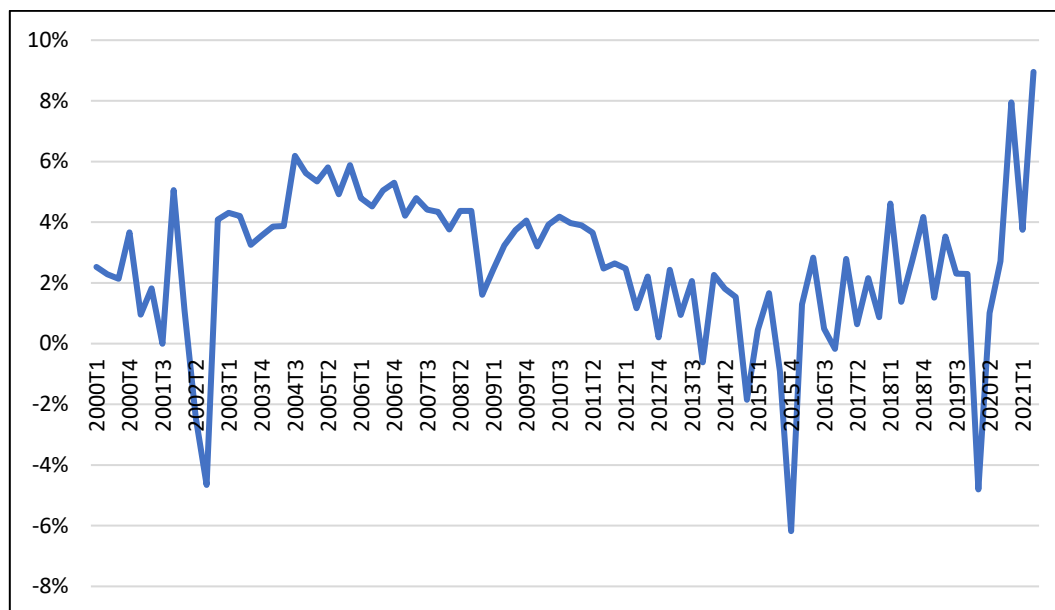
4. Estimação e análise da evolução da série ROE

A aplicação da metodologia de estimação nos dados de empresas brasileiras não-financeiras entre 2000 e 2021, coletados no *Economática* (2022), gerou a série do ROE apresentada no Gráfico 1, indicador que é interpretado neste trabalho como uma *proxy* da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio. Durante o período analisado podem-se identificar três momentos distintos na economia brasileira, os quais refletem o comportamento dessa variável. O primeiro, de 2000 a 2010, em que o país vivenciou altas taxas de crescimento econômico e um patamar elevado da taxa de lucro, porém com certo declínio a partir de 2006. O segundo, entre 2010 e 2014, em que a lucratividade cai de modo mais agudo, levando à retração no crescimento econômico e culminando na crise em 2015. O

¹¹ A vantagem dessa decomposição é o fato de a alavancagem como relação entre Ativo e Patrimônio Líquido poder sofrer reduções em momentos de bolhas de ativo. Como o Patrimônio Líquido é a diferença entre ativo e passivo, no limite quando o ativo tende a mais infinito a alavancagem tende a 1. Na contabilidade Mark to Market, caso apenas o preço do ativo, especialmente o ativo financeiro, seja periodicamente reavaliado, pode-se parecer que há redução na alavancagem, sem que, no entanto, as empresas estejam reduzindo o tamanho de seu passivo.

terceiro período, entre 2016 e 2021, de retomada acelerada do ROE, porém com desempenho fraco no crescimento econômico. Os dois primeiros períodos também foram analisados por Marquetti, Hoff e Miebach (2020), os quais encontraram movimentos semelhantes da taxa de lucro brasileira a partir dos dados das contas nacionais.

Gráfico 1 – ROE Não-Financeiro das Empresas (Brasil, 2000-2021)



Fonte: Economática. Elaboração própria.

Nota: A série do ROE não-financeiro exclui as empresas dos setores Economática de Finanças e Seguros e de Fundos.

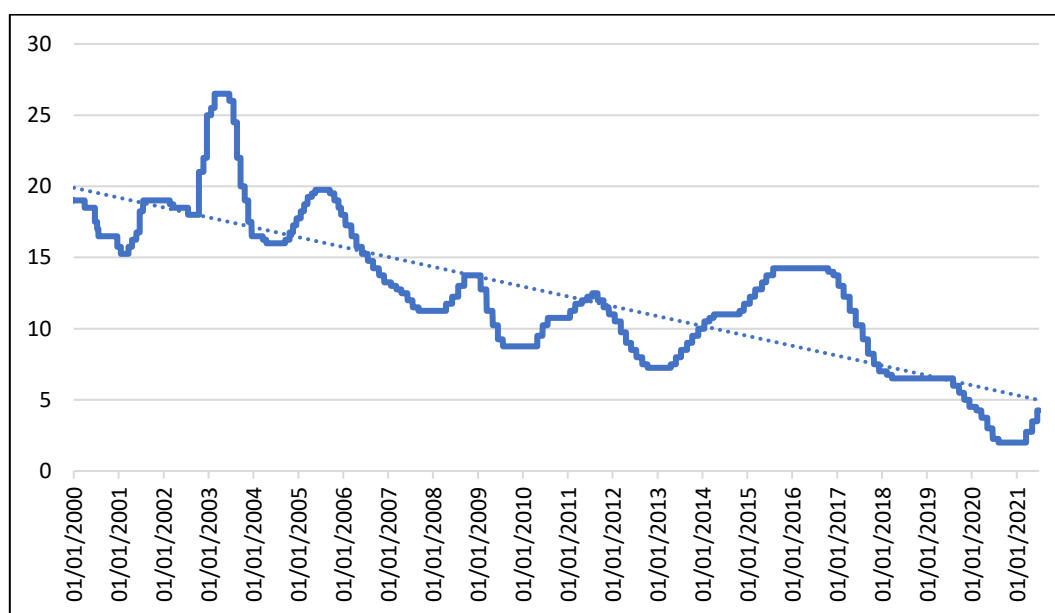
Como desenvolvido nas seções anteriores, a taxa de lucro do empresário sobre capital próprio pode apresentar movimento distinto da taxa de lucro do empresário, devido ao papel da alavancagem. Por sua vez, a taxa de lucro do empresário responde tanto aos movimentos na taxa geral de lucro quanto na taxa de juros. Em momentos em que essa última sobe, a taxa de lucro do empresário tende a cair, porém o recurso a capital de terceiros pode fazer com que a lucratividade sobre capital próprio não seja afetada ou mesmo suba.

Diante de tais especificidades são apresentadas nessa seção o comportamento da taxa de juros, da alavancagem e do retorno sobre ativos (ROA) para a economia brasileira durante o período analisado. Para a primeira é utilizada a meta da Selic (Gráfico 2), para a segunda e terceira são apresentadas as relações

entre o ativo total das empresas não financeiras e seu patrimônio líquido e entre o lucro líquido e o ativo total dessas mesmas empresas (Gráfico 3).

Entre 2000 e 2021 a taxa de juros apresentou tendência de queda, porém com alguns ciclos de alta mais evidentes. Entre 2000 e 2010, momento em que a lucratividade sobre capital próprio se manteve em patamares mais elevados, seu declínio foi mais sustentado, sendo que cada pico nesse ciclo foi inferior ao anterior. Entre esses anos, portanto, a dinâmica dos juros foi favorável à expansão do lucro do empresário sobre capital próprio. A queda mais acentuada do ROE a partir de 2010 foi conjunta a um aumento na taxa de juros, se aproximando do pico do ciclo anterior. Uma nova redução ocorreu entre o final de 2012 e final de 2013, porém conforme a economia brasileira se aproximou da crise e o declínio da lucratividade se acentuou, essa taxa voltou a subir de maneira aguda. Após 2016 a retomada do ROE foi concomitante a uma redução significativa dos juros.

Gráfico 2 – Meta Selic (%) (2000-2021)



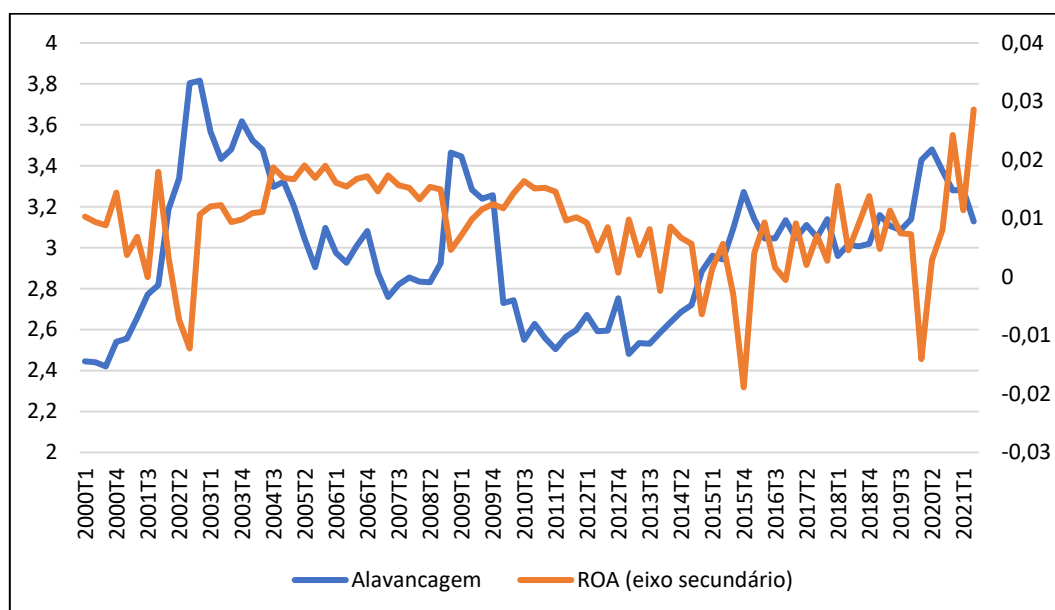
Fonte: BACEN.

Conforme discutido nas seções anteriores o movimento da taxa de juros reflete estruturalmente o movimento da taxa de lucro, na medida em que essa determina seu limite superior, a disponibilidade de capitais para empréstimo e a demanda por eles. Períodos de queda na lucratividade podem significar a formação de capital excedente, expansão financeira (Grossman, 1992) e num primeiro

momento queda nas taxas de juros. O aumento nos riscos associados a um excesso de dívidas, porém, fazem com que o capital portador de juros seja retirado desse circuito e a taxa de juros aumente durante as crises. Isso não significa que essa taxa não possa ser forçada à baixa em determinados momentos, como política para se tentar evitar crises mais profunda na forma de queima de capital (Harman, 2009). No entanto, a dinâmica da lucratividade condiciona as possibilidades e extensão de tais políticas.

A alavancagem, por sua vez, seguiu uma trajetória similar em alguns aspectos à da taxa de juros. Entre 2001 e 2010 ambas apresentaram tendência geral de queda, enquanto o ROE se manteve em seus patamares mais elevados. Esse fator de queda na alavancagem em momentos de redução nas taxas de juros pode, num primeiro momento, parecer contraditório, porém encontra explicação dentro do quadro geral da lucratividade. A queda na alavancagem em concomitância com elevada lucratividade sobre capital próprio significa que esse recurso não foi tão necessário para se contrapor à redução do ROE, dado que tanto a taxa de juros quanto a taxa geral de lucro sustentaram o lucro sobre capital próprio. Essa característica pode ser percebida pelo movimento do ROA até 2010, o qual se mantém mais estável que o ROE. Nesses momentos a estratégia pode ser a de reinvestimento dos lucros próprios, expandindo o patrimônio líquido e mesmo assim alcançando níveis adequados na rentabilidade desse.

Gráfico 3 – Taxa de alavancagem e ROA Não-Financeiro das Empresas no (Brasil, 2000-2021)



Fonte: Economatica. Elaboração própria.

O quadro se altera a partir de 2010, com uma interrupção na tendência de queda na alavancagem e seu aumento expressivo a partir de 2013, justamente quando a taxa de juros se eleva. A partir de 2016 o nível da alavancagem se mantém alto, sendo fator importante na retomada da taxa de lucro sobre capital próprio. O movimento do ROE nesse período segue de perto as mudanças no ROA.

O comportamento do ROE como proxy da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio apresentou aderência com a dinâmica da economia brasileira no período analisado. O recurso a capital de terceiros como forma de sustentação dessa variável é, porém, limitado, dado que aumenta o risco de solvência das empresas. Em situações de alto endividamento essas tornam-se dependentes de baixas taxas de juros para sustentar sua capacidade de pagamento e rolagem de dívidas. Por outro lado, o aumento no uso de capital de terceiros prévio à crise de 2015 ocorreu em um momento de aumento nas taxas de juros e a queda recente dessa última não levou a um processo de redução da alavancagem. Essa característica da recuperação recente pode tornar frágil a retomada do ROE, caso os serviços da dívida aumentem de forma aguda num momento posterior.

5. Considerações finais

O desenvolvimento de Germer (2011) acerca da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio traz uma contribuição importante para a economia política marxista, relacionando a lucratividade dos capitalistas individuais com a dinâmica do sistema de crédito, que atua como potencializador da acumulação de capital. Esta variável ajuda a explicar os motivos pelos quais os capitalistas recorrem ao crédito, na medida em que aquele capitalista que utiliza capital emprestado obtém necessariamente uma taxa de lucro do empresário sobre capital próprio superior à aquela obtida pelos capitalistas que só utilizam capital próprio.

Neste trabalho apontamos como o indicador contábil de rentabilidade ROE se configura como uma *proxy* da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio. Considerando que o conceito de taxa de lucro do empresário sobre capital próprio já estava presente em Marx (2017), que posteriormente foi desenvolvido e organizado por Hilferding (1985) e Germer (2011), e desta forma seria possível dizer que há uma explicação teórica em Marx (2017) acerca do motivo pelo qual os capitalistas contemporâneos utilizam o ROE como um dos principais indicadores de rentabilidade no momento da decisão do investimento.

Espera-se que esse trabalho contribua para elucidar a importância da taxa de lucro do empresário sobre capital próprio na dinâmica capitalista, além de estabelecer uma proposta empírica válida para a estimação desta variável a partir da *proxy* ROE, que não pode ser interpretada como a taxa de lucro média da economia, mas como a medida de rentabilidade média do capitalista individual. A partir das elaborações do presente artigo, retomando as formulações de Marx (2017), Hilferding (1985) e Germer (2011), outros trabalhos podem se dedicar a analisar empiricamente a dinâmica desta variável nas economias capitalistas contemporâneas.

Referências

CLEMENTE, L., A lei da queda tendencial da taxa de lucro: novas evidências e aplicações. Tese (Doutorado em Economia). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2017.

CLEMENTE, L. Análise econométrica da taxa de lucro nos Estados Unidos entre 1963 e 2008: aplicação de modelos VEC. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. Pronunciamento Técnico CPC 36. Disponível em: <http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/365_CPC%2036%20final.pdf>. Acesso em 10 de dez. 2021.

ECONOMÁTICA. Banco de Dados. Disponível em: <<http://www.economica.com.br/index fla.htm>> Acesso em 10 de dez. de 2022.

FREEMAN, A. The profit rate in the presence of financial markets: A necessary correction. *Journal of Australian Political Economy*, [s. l.], v. 70, n. 70, p. 167-192, 2013.

GERMER, C. M. Da taxa média de lucro industrial à taxa média de lucro geral e ao lucro bancário: uma formalização com base em Marx. *Economia Ensaios*, v. 37, n. esp., p. 106-136, 2022.

GERMER, C. M. Marx e a divisão do lucro médio em lucro do empresário e juro. *Estudos Econômicos*, v. 41, p. 297-322, 2011.

GERMER, C. O sistema de crédito e o capital fictício em Marx. *Ensaio FEE*, v. 15, n. 1, p. 179-201, 1994.

GRAZZIOTIN, H.; HERRLEIN JR., R. Sistema de crédito e crises em Marx: o ciclo industrial e as suas fases. *Economia e Sociedade*, v. 30, n. 1, p. 39-62, 2021.

GRAZZIOTIN, H.; FORNARI, A.; MARQUETTI, A. Taxa de lucro e acumulação de capital no Brasil: concepções teóricas, análise histórica e relação de causalidade. *Economia Ensaios*, v. 37, n. esp., p. 176-208, 2022.

GROSSMAN, H. *The Law of Accumulation and the Breakdown of Capitalist System: Being also a theory of crises*. Londres: Pluto Press, 1992.

HARMAN, C. *Zombie Capitalism: global crisis and the relevance of Marx*. Londres: Bookmarks, 2009.

HILFERDING, R. *O Capital Financeiro*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

LEVY, J. Accounting for Profit and the History of Capital. *Critical Historical Studies*, v. 1, n. 2, p. 171-214, 2014.

MALDONADO FILHO, E. Liberação e Absorção de Capital e a Transformação do Valor das Mercadorias em Preços de Produção. *Ensaio FEE*, v. 2, n. 2, p. 73-88, 1982.

MARQUETTI, A.; HOFF, C.; MIEBACH, A. Profitability and Distribution: The Origin of the Brazilian Economic and Political Crisis. *Latin American Perspectives*, 47(1), p. 115-133, 2020.

MARQUETTI, A.; MALDONADO FILHO, E.; LAUTERT, V. The profit rate in Brazil, 1953-2003. *Review of Radical Political Economics*, v. 42, n. 4, p. 485-504, 2010.

MARQUETTI, A.; MALDONADO FILHO, E.; LAUTERT, V. The profit rate in Brazil, 1953-2008. In: CARCHEDI, G.; ROBERTS, M. (Orgs.). *World in Crisis: Marxist Perspectives on Crash & Crisis*. Chicago: Haymarket Books, 2018.

MARQUETTI, A.; MALDONADO FILHO, E.; MIEBACH, A.; MORRONE, H. (2022). Uma interpretação da economia brasileira a partir da taxa de lucro: 1950-2022. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 43, n. 2, p. 309-334, 2023.

MARX, K. *O Capital: crítica da economia política: Livro III: o processo global da produção capitalista*. São Paulo: Boitempo, 2017.

MARX, K. *O Capital: Volume 3*. Londres: Penguin Books, 1991.

MINSKY, H. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill, 2008.
OCDE. Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Measuring Capital* OCDE Manual. 2. ed. Paris, 2009.

PRADO, E.; PADOVEZE, C.; NAZARETH, L.; BERTASSI, A.; FRANCISCHETTI, C. Teoria do Lucro: estudo sobre as diferentes perspectivas de mensuração do lucro como apoio à tomada de decisão. *Universitas*, v. 22, p. 33-55, 2018.

ROBERTS, M. *Debt matters*. 2012. Disponível em: <<https://thenextrecession.files.wordpress.com/2012/11/debt-matters.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2022.

RODRIGUES, L.; MILAN, M.; HERRLEIN JR., R. Excesso de liberação de capital produtivo, financeirização e a mensuração da taxa de lucro na economia dos EUA. *Economia Ensaios*, v. 37, p. 154-175, 2022.

RODRIGUES, L.; SILVA, G. Lucratividade e suas decomposições: uma construção do modelo Dupont “à la Weisskopf”. In: *Encontro Nacional de Economia Política*. Uberlândia, 2022.

SHAIKH, A. *A primeira grande depressão do século XXI*. 2018. Disponível em: <https://www.anwarshaikhecon.org/sortable/images/docs/publications/political_economy/2010/Shaiikh_A%20primeira%20grande%20depress%C3%A3o%20do%20s%C3%A9culo%20XXI_2010.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2022.

SHAIKH, A.; TONAK, E. A. *Measuring the wealth of nations: The political economy of national accounts*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994.

SILVA, C.; RODRIGUES, F. *Curso prático de contabilidade: Analítico e didático*. 2. Ed. São Paulo: Editora Atlas, 2018.

WEISSKOPF, T. Marxian crisis theory and the rate of profit in the postwar U.S. economy. *Cambridge Journal of Economics*, v. 3, n. 4, p. 341-378, 1979.