

# **Financeirização das firmas não-financeiras no Brasil: uma análise empírica a partir dos demonstrativos financeiros e patrimoniais (2010-2019)**

**Marcos da Silva Fernandes**

## **RESUMO**

A rápida expansão do mercado financeiro global nas últimas quatro décadas trouxe à tona a importância de se analisar os efeitos deste processo na dinâmica das economias nacionais. A partir de então, o estudo das causas e consequências da financeirização das economias passa a receber grande destaque dentro da literatura econômica. Neste debate chama a atenção as mudanças sofridas pelas firmas não-financeiras frente ao novo cenário que se deparam. Tendo isto em vista, o presente trabalho buscou avançar nesta discussão a partir de uma análise ao nível da firma das mudanças pelas quais passam estas empresas na economia brasileira entre os anos de 2010 e 2019. Para tanto, avaliou-se, a partir dos demonstrativos financeiros e patrimoniais das firmas não-financeiras listadas em bolsa do Brasil, as mudanças que ocorreram na composição do ativo, na evolução do passivo e na composição dos resultados destas empresas. Observou-se que, ao longo do período analisado, as firmas não-financeiras reduziram a participação dos ativos financeiros no seu portfólio, ao mesmo tempo que reduziram também a participação de capital fixo. Do lado do passivo as empresas ampliaram o seu nível de alavancagem ao longo do período analisado. Já em relação aos resultados observou-se, na média, um aumento da participação das receitas financeiras nos lucros das empresas. Cabe destacar que, partindo de uma análise setorial, a evolução, tanto do ativo, como do passivo e das receitas financeiras se comportou de maneira distinta entre os diversos setores. Enquanto o setor produtor de bens de consumo não cíclicos sinalizou um processo de intensificação da financeirização, com um aumento da participação de ativos financeiros na composição de portfólio, aumento da alavancagem e crescimento de importância das receitas financeiras nos seus resultados, outros setores, como o produtor de bens industriais, manteve praticamente inalterado todos os componentes de análise.

**Palavras-chave:** Financeirização; Firms não financeiras; Balanço Patrimonial

## **ABSTRACT**

The rapid expansion of the global financial market over the past four decades highlighted the importance to analyze the effects of this process on the dynamics of national economies. Since then, the study of the causes and consequences of the financialization of economies has received great prominence from the economic literature. This debate draws attention to the changes undergone by non-financial corporations in the face of the new scenario they face. With this in mind, the present study aims to advance this discussion based on an analysis at the firm level of the changes that these companies are going through in the Brazilian economy between 2010 and 2019. Therefore, it was evaluated, based on the financial and equity statements of non-financial corporations listed on the Brazilian stock exchange, the changes that have occurred in the composition of assets, in the evolution of liabilities and in the composition of the results of these companies. It was observed that, over the period analyzed, non-financial corporations reduced the share of financial assets in their portfolio, while also reducing the share of fixed capital. On the liabilities side, companies increased their leverage level over the analyzed period. Regarding the results observed, on average, there was an increase in the share of financial revenues in corporate profits. It should be noted that, based on a sectorial analysis, the evolution of both assets, liabilities and financial income behaved differently between the different sectors. While the non-cyclical consumer goods producer sector signaled a process of intensifying financialization, with an increase in the participation of financial assets in the composition of the portfolio, increased leverage and growth in the importance of financial revenues in its profits, other sectors, such as producer of industrial goods, all analysis components were practically unchanged.

**Keywords:** Financialization; Non-financial firms; Balance Sheet

## Introdução

O debate recente em torno da denominada “financeirização” das economias surge principalmente a partir da década de 1980, como resultado das transformações vividas pela economia mundial neste mesmo período, ganhando maior intensidade nos últimos vinte anos, acompanhando o crescimento dos mercados financeiros ao redor do mundo no que diz respeito ao volume de transações, os valores e do poder que estes mercados passam a deter no período recente. Grande parte deste debate se desenvolve a partir das mudanças vivenciadas nas economias desenvolvidas, com um olhar macroeconômico sobre a questão, buscando enfatizar os efeitos destas mudanças na dinâmica de acumulação das economias e o consequente impacto no desempenho macroeconômico destes países (STOCKHAMMER, 2004; BOYER, 2000; TOMASKOVIC-DEVEY *et al.*, 2015).

Entretanto, apesar de grande parte da literatura se dedicar a uma análise macroeconômica das mudanças decorrentes da financeirização, tais fenômenos possuem grande analogia com as transformações que passam a ocorrer no comportamento dos agentes econômicos. Desta forma, apesar de os trabalhos que tratam da financeirização em uma perspectiva macroeconômica terem a importância de determinarem tendências gerais, acabam pecando por não conseguirem captar a heterogeneidade do comportamento dos agentes (ORHANGAZI, 2008). Buscando analisar a dinâmica microeconômica de uma economia financeirizada, Lapavitsas (2011) destaca que três elementos fundamentais surgem deste novo regime de acumulação, sendo eles: uma mudança na relação entre firmas não-financeiras e os bancos; um novo papel para as firmas financeiras dentro da dinâmica de acumulação; e um maior envolvimento das famílias com o sistema financeiro.

Sem descartar a importância dos estudos em relação às mudanças pelas quais passam as firmas financeiras e as famílias, o presente estudo se dedicará especificamente a tratar da financeirização sob a ótica das firmas não-financeiras a partir de uma análise eminentemente empírica, a partir dos demonstrativos contábeis destas empresas. Este tipo de análise tem ganhado importância nos últimos tempos, com uma maior compreensão da importância de se olhar a financeirização ao nível da firma (DAVIS, 2016;2017; RABINOVICH, 2019; RABINOVICH, ARTICA; 2020; ORHANGAZI, 2008; DEMIR,2007). Tendo isto em vista, o presente trabalho buscará avançar dentro desta literatura, lançando um olhar empírico nas mudanças pelas quais passam as firmas não-financeiras brasileiras no período recente.

Desta forma, o objetivo deste trabalho é analisar o processo de financeirização na economia brasileira no período recente (2010-2019) partindo de olhar microeconômico, visando avaliar as mudanças que tomam lugar especificamente dentro das firmas não-financeiras. Para tanto, serão analisadas as empresas de capital aberto, a partir de seus demonstrativos financeiros e patrimoniais, objetivando avaliar as mudanças que ocorrem no período de análise no ativo, passivo e nas contas de resultado destas firmas, buscando verificar a existência de um processo de financeirização das firmas não-financeiras no período recente da economia brasileira.

É importante destacar que o debate em torno do conceito de financeirização é bastante rico e ganhou grande destaque na literatura no período recente, partindo de objetos de estudo diversos e de visões econômicas distintas (VAN DER ZWAN, 2014). Entretanto, não é o objetivo do presente trabalho se aprofundar nesta discussão, sendo que este partirá do conceito apresentado por Krippner (2005, p. 174) que define a financeirização como “um padrão de acumulação onde os lucros ocorrem de forma crescente através de canais financeiros ao invés de ocorrer através do comércio ou da produção de bens”.

O presente ensaio estará dividido em cinco seções, além desta introdução. A primeira tratará da discussão teórica e os resultados empíricos em torno da financeirização das firmas não-financeiras, buscando trazer à tona o debate sobre a origem e a dinâmica deste processo dentro das economias, bem como os efeitos desta dinâmica tanto para o desempenho das firmas como para a dinâmica de acumulação da economia como um todo. A seção seguinte será dedicada a apresentar os procedimentos metodológicos e a base de dados utilizada para a análise das firmas não-financeiras brasileiras. As três seções subsequentes serão dedicadas à análise empírica do processo de financeirização destas firmas, sendo dividida em análise do ativo, passivo e das contas de resultado das empresas. Por fim, na última seção se realizará algumas considerações em relação aos resultados encontrados

## **1. Financeirização das firmas não financeiras: desenvolvimentos teóricos e empíricos**

A partir da década de 1980 ocorrem importantes mudanças na economia mundial que passam a afetar significativamente a dinâmica de funcionamento não somente das economias desenvolvidas, mas também dos países em desenvolvimento. Estas mudanças impactaram de

maneira severa o comportamento dos governos, das famílias e das empresas que passam a se deparar com uma intensificação do processo de globalização, um aumento no comércio internacional e um forte crescimento dos mercados financeiros. Partindo deste ponto de vista, a presente seção buscará dar luz às mudanças que ocorrem nas firmas não-financeiras, não somente na sua estrutura de decisões internas, como também no ambiente externo o qual ela se relaciona.

O desenvolvimento teórico e empírico em relação ao processo de financeirização das firmas não-financeiras inicia-se primordialmente a partir dos anos 2000, quando este debate cresce em tamanho, tornando-se, além disso, uma literatura mais coesa com bases teóricas mais sólidas. Este debate é bastante diverso, partindo de diferentes bases, buscando identificar os motivos pelos quais as firmas não financeiras passam a ampliar e tornar mais complexas as suas relações com o sistema financeiro, além de se dedicar a uma melhor compreensão dos mecanismos pelos quais a financeirização ocorre dentro destas firmas.

Buscando agregar este debate, dividiremos a discussão sobre financeirização das firmas-não-financeiras em dois grupos básicos, representativos dos *canais* pelos quais este processo ocorre. O primeiro conjunto de discussões busca caracterizar a financeirização destas firmas como um problema de escolha de portfólio por parte das empresas, que se deparam com um novo ambiente econômico ao final do século XX, que induz à financeirização destas (DAVIS, 2016; RABINOVICH, 2019; 2020; DEMIR, 2007; ORHANGAZI, 2008, BRUNO, 2011). Já o segundo canal tem um maior enfoque nas mudanças que passam a ocorrer na relação entre o sistema financeiro e as firmas não-financeiras. Este processo seria responsável por alterar o papel das finanças dentro da esfera produtiva da economia, bem como alterar a relação de poder entre o setor financeiro e as firmas não-financeiras, estando estas, de certa forma, submissas às preferências do mercado financeiro (FROUD *et al.*; 2000; 2006; LAZONICK; O'SULLIVAN; 2000; BOYER, 2000; AGLIETTA; 2000; VAN DER ZWAN; 2014; LAPAVITSAS; 2011).

É bom destacar que estes dois canais pelos quais se desencadeia o processo de financeirização das firmas não-financeiras não são excludentes, sendo pelo contrário complementares e apresentados de forma conjunta em grande parte da literatura. Ao escolhermos separar estes dois grupos buscamos apenas a organização do debate, e não uma contraposição entre estas duas formas de se observar o processo de financeirização ao nível da firma. Partindo desta caracterização, esta seção será organizada em três subseções. As duas primeiras serão dedicadas à discussão dos dois canais de financeirização das firmas não-financeiras aqui descritos. Já na última seção serão apresentados os principais resultados empíricos trazidos pela literatura.

### 1.1. A financeirização da firma não financeira como um problema de portfólio

A partir da década de 1980, com a intensificação da globalização e do processo de abertura comercial dos países, as firmas não financeiras se deparam com uma desaceleração da demanda global, um aumento da competição nos mercados de bens e uma consequente queda de sua lucratividade (SWEETZ, 1994; CROTTY, 2003; 2005; DEMIR, 2007, KRIPPNER, 2005).

Juntamente com este processo, tem-se uma expansão dos mercados financeiros, com o aumento do volume transacionado de ativos, tanto no âmbito internacional como no doméstico, a criação de novos produtos financeiros e um consequente aumento da importância dos mercados financeiros na dinâmica das economias.

Conforme destaca Demir (2007), com estas mudanças na dinâmica da economia mundial, aliadas à um processo generalizado de liberalização dos fluxos financeiros internacionais, as firmas não-financeiras passaram a se deparar com um problema de alocação de portfólio entre dois tipos de investimento: fixo e financeiro. Este problema de escolha de portfólio surge em um ambiente de desaceleração da economia global, aumento da volatilidade dos mercados de bens e serviços e um consequente aumento da incerteza nestes mercados, ao mesmo tempo em que as finanças internacionais passam por diversos ciclos de intensa valorização (ORHANGAZI, 2008). A consequência natural deste processo foi um deslocamento da composição de portfólio das firmas não-financeiras, diminuindo a sua participação em capital fixo e aumentando a sua exposição aos ativos financeiros (DAVIS, 2016).

Outra mudança importante que leva as firmas não financeiras a se deslocarem para este mesmo caminho está relacionada com a presença cada vez maior do setor financeiro dentro da estrutura de gestão das firmas não-financeiras, através de gestores profissionais ligados ao sistema financeiro, que acabam trazendo uma *expertise* financeira para dentro da gestão das firmas não-financeiras (TOMASKOVIC-DEVEY *et al.*, 2015; LAPAVITSAS, 2011). Como consequência, estas empresas passam a adotar preferências características dos mercados financeiros, como o foco no curto prazo (STOCKHAMMER, 2004). Desta forma, as mudanças pelas quais passam as firmas não-financeiras, tanto no seu ambiente de negócios como internamente, fizeram com que elas vivenciassem uma metamorfose radical. Antes envolvidas, basicamente, com o setor real da economia, passam a se tornar, elas mesmas, rentistas (DEMIR, 2007; EPSTEIN; JAYADEV, 2005).

Conforme destaca Demir (2007), com o processo de financeirização das firmas não-financeiras, tem-se três consequências para o funcionamento destas empresas: (i) um aumento na aquisição de ativos financeiros, principalmente de curto prazo; (ii) um aumento da taxa de retorno do capital financeiro em relação ao capital fixo; e (iii) uma conseqüente queda do investimento em capital fixo. Desta forma, a discussão relativa ao problema de portfólio em uma economia financeirizada ganha uma maior importância, em virtude do seu impacto sobre o investimento das firmas não financeiras, podendo gerar consequências tanto na capacidade de crescimento da firma no longo prazo, como na própria dinâmica de acumulação da economia como um todo.

Assim, talvez a principal questão em debate dentro da literatura de financeirização das firmas não-financeiras se encontre nos efeitos deste processo nas decisões de investimento destas empresas. De acordo com Orhangazi (2008), à medida que estas firmas se tornam mais envolvidas com ativos financeiros, derivando uma renda crescente destes, fica evidente que a acumulação de capital se torna mais lenta na era da financeirização. Desta forma, toda a dinâmica econômica passa a ser guiada pelas expectativas emanadas do sistema financeiro, a existência de crescimento nos lucros das firmas e a dinâmica da taxa de juros da economia (BOYER, 2000).

### *1.2. Financeirização, governança corporativa e a ascensão do shareholder value*

A segunda grande transformação que ocorre ao final do século XX nas firmas não-financeiras diz respeito à forma como se dá a relação entre estas e o sistema financeiro. Conforme destaca Crotty (2005), ao longo da Era de Ouro do capitalismo, as firmas não-financeiras eram vistas como um conjunto integrado e coerente de ativos reais ilíquidos que visava atingir um crescimento sustentável de longo prazo. Porém, ao final do século XX, estas empresas passaram a serem vistas como um conjunto de subunidades líquidas que buscavam uma reestruturação constante visando a maximização do preço de suas ações em cada momento do tempo (CROTTY, 2003, p. 272).

Esta mudança na forma de enxergar as firmas não-financeiras acaba implicando uma mudança no tratamento dado pelo sistema financeiro em relação a estas firmas. Se antes a relação entre estes dois agentes era pautada por um financiamento “paciente” do processo produtivo, visando o retorno de longo prazo, agora o sistema financeiro exige um encurtamento do horizonte de planejamento destas firmas, cobrando resultados em um prazo cada vez menor,

pautando a relação por uma lógica “impaciente” de financiamento do processo produtivo (CROTTY, 2003). É dentro deste contexto que passam a surgir uma série de ferramentas e instrumentos de governança corporativa, que passam a balizar o comportamento das firmas não financeiras visando cumprir as novas exigências impostas pelos agentes financeiros.

De acordo com Froud *et al.* (2016), este movimento tem como ponto de partida, principalmente nas economias desenvolvidas, as grandes empresas de consultoria corporativa, que passam a entregar uma série de procedimentos de reestruturação das firmas não-financeiras, assim como um conjunto de métricas, necessários para que estas tenham um bom relacionamento com o sistema financeiro, a partir do alinhamento de interesse entre os gestores e os acionista. Denominado de *Value Based Management* (VBM), este conjunto de técnicas de governança corporativa estava pautado por uma série de conceitos vagos, com a promessa de grandes resultados, se concretizando muito mais como um instrumento de retórica, bastante flexível, do que em um instrumento de gestão (FROUD, 2010).

Porém, ainda na década de 1980, o VBM passa a receber uma grande sustentação teórica partindo dos desenvolvimentos acadêmicos da ortodoxia econômica, dentro da discussão de estratégia de governança corporativa que ficou conhecida com *Maximizing Shareholder Value* (MSV). De acordo com esta visão, uma maior interação entre o sistema financeiros e as firmasseria positiva, dada a melhor capacidade de precificação dos mercados futuros por parte do mercado financeiro, possibilitando uma melhor alocação de portfólio e um aumento da eficiência econômica (ARROW; DEBREU, 1954). Entretanto, dado o desenvolvimento do mercado de capitais, surge uma preocupação com esta relação, que poderia gerar ineficiências em virtude do distanciamento, cada vez maior, entre o gestor da firma e os seus proprietários, que agora eram acionistas cada vez mais pulverizados. Estes dois agentes teriam interesses distintos em relação às firmas, entretanto, os acionistas não teriam poder para interferir nas decisões dos gestores (JENSEN; MECKILING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983).

Este aparente dilema é resolvido dentro da denominada teoria do agente (JENSEN; MECKILING, 1976), prevendo que a solução do problema de governança se daria com o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, difundindo a ideia de remuneração dos gestores através de opções de ações, e promovendo a noção de que o objetivo das corporações é a maximização do retorno dos acionistas (PALLEY, 2007). Dentro deste contexto, o VBM, fomentado pelas empresas de consultoria, passa a ser o conjunto de ferramentas que promete entregar o *shareholder value*, passando ambos, tanto o *Value Based Management* como o *Maximizing Shareholder Value*, a serem utilizados como instrumento de retórica para justificar

qualquer ação de gestão das empresas, visando atrair a atenção do mercado financeiro (FROUD, 2016)

Conforme destacado por Van der Zwan (2019), a grande contribuição da literatura de financeirização neste debate se dará em evidenciar que o processo de *maximizing shareholder value* não é neutro, mas sim implica em uma redistribuição de riqueza e poder entre os acionistas, gestores e trabalhadores. A consequência prática deste processo foi a aplicação por parte das firmas não-financeiras de uma série de instrumentos de gestão, formas de mensuração de resultados, um aumento da alavancagem, intensificação de fusões e aquisições e ampliação das terceirizações, visando inserir estas empresas dentro dos parâmetros estabelecidos pelo VBM (AGLIETTA, 2000; DAVIS, 2016; LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). Além disso, estas empresas passam a ter uma dinâmica bastante semelhante à dos mercados financeiros, com uma pressão cada vez maior por parte dos acionistas para a geração de resultados em prazos cada vez menores, estas acabam diminuindo o horizonte de planejamento, penalizando o investimento produtivo de maior maturação (CROTTY, 2003).

Desta forma, as firmas não-financeiras, que ao longo do período fordista, foram geridas a partir de uma lógica de reter os seus resultados com o objetivo de reinvesti-los, visando dar seguimento ao processo de acumulação de capital, passam agora a se balizar por uma lógica demaximização dos resultados de curto prazo, visando a distribuição destes para os acionistas (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). Conforme apresentado por Boyer (2005), além do aumento dos ganhos dos acionistas, foco principal do *shareholder value*, os gestores passam a ter seus ganhos significativamente elevados, não somente com o salário, mas principalmente com a incorporação de ações como parte do seu pagamento. Para o autor, isto configura um paradoxo, dado que a ideia teórica por trás do MSV é justamente que os gestores não tenham as suas decisões voltadas para atender seus próprios interesses.

Por fim, o ambiente que se apresenta para as firmas não-financeiras no último quarto do século XX consiste no que Crotty (2003;2005) denominou de “paradoxo neoliberal”, onde, ao mesmo tempo em que estas se deparam com uma pressão cada vez maior por parte do mercado financeiro para a geração de resultados no curtíssimo prazo, se encontram em um ambiente de baixo crescimento da demanda e de aumento da concorrência. Este processo simboliza a forma hostil que caracteriza a relação entre mercado financeiro e firmas não-financeiras nesta nova era, forçando estas a cortarem gastos com investimento e inovação ou aumentarem constantemente o seu endividamento, para possibilitar a distribuição de lucros para os



acionistas. Além disso, tem-se uma pressão constante por corte de custos, afetando diretamente o nível de emprego e salários da economia (CROTTY, 2003)

### *1.3. Análises empíricas do processo de financeirização das firmas não financeiras*

Nos últimos vinte anos uma série de trabalhos buscou evidências empíricas da existência de um processo de financeirização das firmas não financeiras. Inicialmente esta literatura estava centrada na economia dos Estados Unidos e dos países centrais da Europa. Um dos primeiros trabalhos que se dedicou a olhar o fenômeno da financeirização ao nível da firma foi realizado por Krippner (2005) a partir do fluxo de caixa das empresas não-financeiras norte americanas entre os anos de 1950 e 2001. Olhando de forma agregada estas empresas, os resultados apontam que além de terem uma parcela crescente do seu portfólio alocada em ativos financeiros, ao longo do tempo se tem um crescimento muito forte da parcela de lucros dessas empresas originada de fontes financeiras. Além disso, outros trabalhos apontaram para o mesmo sentido ao olhar a questão de forma setorial, distinguindo o efeito de acordo com o porte das empresas e olhando para a evolução das firmas não-financeiras nos países em desenvolvimento (DEMIR, 2007; ORHANGAZI, 2008; LIN; TOMASKOVIC-DEVEY, 2013; RABINOVICH; ARTICA, 2020).

Ademais, a partir da análise do balanço patrimonial das firmas não-financeiras americanas observou-se uma maior participação de componentes financeiros, tanto no ativo como no passivo destas empresas (DAVIS, 2016; RABINOVICH, 2019). Ao observar o balanço patrimonial das firmas não-financeiras de capital aberto dos Estados Unidos entre 1950 e 2014 Davis (2016) descreveu a existência de três fatos estilizados da financeirização norte americana:

a) as firmas não-financeiras aumentaram a quantidade de ativos financeiros no seu portfólio; b) as firmas de grande porte aumentaram a sua alavancagem, portanto, seu endividamento c) alterou-se a gestão do capital próprio destas empresas, com uma ampliação dos programas de recompra de ações.

A partir do trabalho seminal de Orhangazi (2008) desenvolveu-se uma ampla literatura objetivando avaliar os efeitos da financeirização das firmas não-financeiras no investimento realizado por estas empresas. O autor concluiu, a partir da análise de empresas americanas entre 1973 e 2003, que as aplicações financeiras e o aumento de pagamentos realizados ao mercado financeiro reduzem os fundos disponíveis para investimento das firmas. Posteriormente

resultados semelhantes foram encontrados, a partir de metodologias distintas, para diferentes países e períodos de tempo (RABINOVICH, 2020; DEMIR, 2009a, 2009b; DOURADO, 2019). Uma extensa revisão em relação à esta literatura é apresentada por Davis (2017).

Além disso, diversos trabalhos apontam para a crescente importância do *shareholder value* dentro da governança corporativa das firmas não financeiras nos países centrais (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; LAZONICK, 2011; DAVIS, 2016; BOYER, 2000; FROUD *et al.*, 2000; 2016). Estes trabalhos apresentam evidências de uma maior influência do sistema financeiro na tomada de decisão das firmas não-financeiras, com um encurtamento do planejamento destas empresas e um aumento no volume de pagamentos financeiros por parte destas firmas em forma de juros, dividendos e recompra de ações.

No Brasil ainda a literatura empírica relativa à financeirização de firmas não-financeiras ainda é incipiente, entretanto já existem alguns trabalhos apontando para a intensificação deste processo na economia brasileira. Dourado (2019) a partir de uma análise econométrica dos demonstrativos contábeis das firmas não-financeiras no Brasil entre 1995 e 2018 concluiu que durante este período é possível observar um aumento dos ativos financeiros no portfólio destas empresas, ao mesmo tempo que estas ampliam os pagamentos financeiros, na forma de juros e dividendos. Além disso, o trabalho evidencia o efeito nocivo da financeirização das firmas, dado o seu impacto na redução dos investimentos produtivos no período analisado.

A partir de uma análise de dados agregados Corrêa, Lemos e Feijó (2017) concluíram que a financeirização das firmas não-financeiras no Brasil ampliou a fragilidade financeira destas empresas afetando a sua capacidade de investimento. Por fim, alguns trabalhos buscaram evidenciar a importância do *shareholder value* na governança corporativa das firmas não-financeiras no Brasil, concluindo que a partir da década de 2000 ampliou-se por parte destas empresas uma estratégia voltada para a distribuição de dividendos, ampliação de programas de recompra de ações e conseqüentemente uma redução da capacidade de investimento destas firmas (ATÍLLIO; CAVALCANTE, 2019; MIRANDA; CROCCO; SANTOS, 2017; DOURADO, 2019).

O presente trabalho tem como objetivo agregar a essa literatura uma análise empírica detalhado processo de financeirização das firmas não-financeiras no Brasil, tendo como referência os trabalhos de Davis (2016) e Rabinovich (2019). A estratégia e a metodologia utilizada serão descritas com mais detalhe na próxima seção.

## 2. Análise empírica: base de dados e procedimentos metodológicos

Visando realizar uma análise do processo de financeirização das firmas não-financeiras na última década no Brasil, o presente trabalho de uma base de dados formada a partir dos Demonstrativos Financeiros e Patrimoniais das empresas listadas em bolsa no Brasil, extraídos através do sistema *Econômica* ®. A seleção das empresas foi realizada a partir da lista disponibilizada no site da bolsa brasileira, excluídas aquelas classificadas como financeiras pelo próprio sistema da B3.

No total foram analisadas 273 empresas, variando o número anualmente em virtude da abertura ou fechamento do capital das empresas durante o período analisado. Os dados utilizados estão contidos no balanço patrimonial e na demonstração do resultado do exercício, sendo utilizados os demonstrativos anuais consolidados entre os anos de 2010 e 2019, totalizando 10 anos de análise. O período analisado se justifica principalmente em virtude de mudanças nos métodos de mensuração contábil das companhias de capital aberto no Brasil, principalmente antes de 2010, tornando difícil a compatibilização das séries de períodos anteriores sem gerar distorções na base de dados.

A análise será realizada em três etapas, visando avaliar separadamente o ativo, passivo e as contas de resultado das empresas objetivando verificar a existência de um processo de financeirização destas. A análise do ativo objetivará avaliar se é possível observar uma mudança na composição de portfólio das empresas, no sentido de diminuir a alocação em capital fixo e aumentar a participação dos ativos financeiros. Seguindo o trabalho de Davis (2016), adaptando às demonstrações contábeis das empresas brasileiras, consideramos como ativo financeiro o somatório de quatro conjuntos de contas do ativo, sendo elas: caixa e equivalentes de caixa; contas a receber; investimentos; e aplicações financeiras. Sem entrar na controvérsia em relação à mensuração do estoque de capital das firmas, utilizaremos como *proxy* do capital fixo das empresas o resultado da conta “imobilizado” do ativo realizável a longo prazo, em linha com Davis (2016). Desta forma, a participação percentual dos ativos financeiros e do imobilizado no portfólio das empresas será dado respectivamente pelas Equações 1 e 2.

A segunda etapa consistirá em avaliar a existência de um processo de financeirização das firmas olhando para a evolução do passivo destas. O objetivo verificar se estas firmas aumentam o seu grau de alavancagem ao longo do período. O grau de alavancagem será mensurado pela razão entre a dívida total da empresa, dada pelo somatório dos empréstimos e financiamento de

curto e de longo prazo, e o ativo total da empresa. A última etapa consistirá na análise dos resultados contábeis das empresas, visando avaliar se existe um aumento na importância dos fluxos financeiros na composição do lucro das empresas.

Por fim, apesar de todas as empresas analisadas estarem agregadas por um fator comum, o fato de todas não atuarem diretamente no setor financeiro, entende-se que este grupo possui uma grande heterogeneidade, dada a especificidade das suas atividades econômicas. Visando captar estas diferenças as análises serão realizadas, sempre que possível, de forma setorial. Apesar da existência de diversas classificações distintas, o presente trabalho se baseou na classificação dada pela B3, subdividindo as empresas em oito setores distintos, sendo eles: bens industriais; bens de consumo cíclico, bens de consumo não cíclico; materiais básicos; petróleo, gás e biocombustíveis; saúde; bens de utilidade pública; e outros. A categoria outros foi composta pela agregação dos setores de comunicação, tecnologia da informação e pelas empresas classificadas como outros pela B3. Esta agregação foi realizada pois, tanto o setor de comunicação, como de tecnologia da informação possuem poucas empresas listadas.

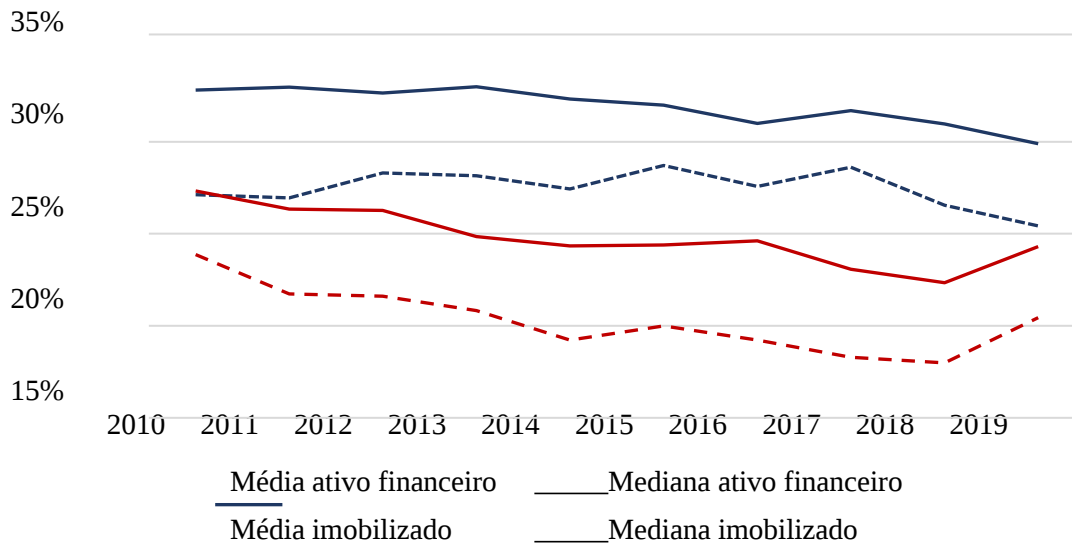
### **3. Financeirização e mudança de portfólio das firmas não financeiras no Brasil**

Olhando para os ativos das firmas não-financeiras, em seu balanço patrimonial, o processo de financeirização destas empresas estaria atrelado à uma mudança na composição de portfólio destas firmas. Conforme destaca Davis (2016), dadas as transformações pelas quais passam a economia, tanto em um âmbito mundial como domésticas, a partir da década de 1980, tem-se uma tendência de as firmas não-financeiras aumentarem a participação de ativos financeiros em seu portfólio em detrimento do acúmulo de capital fixo. Conforme já apresentado anteriormente, esta mudança ocorreria em virtude de dois fatores básicos: uma desaceleração da demanda no mercado de bens e a consequente queda na rentabilidade destes mercados; e uma expansão dos mercados financeiros, como uma grande variedade de produtos e com uma rentabilidade crescente (DEMIR, 2007; CROTTY, 2003;2005).

A Figura 1 apresenta a média e a mediana da participação dos ativos financeiros e do ativo imobilizado das firmas não-financeiras brasileiras em relação seu ativo total. Seguindo o padrão da literatura, entende-se como ativo financeiro o somatório da disponibilidade de caixa e equivalentes, os recebíveis, o investimento em empresas coligadas e subsidiárias e as aplicações

financeiras destas firmas (DAVIS, 2016; 2017; RABINOVICH, 2019). O ativo imobilizado aqui é utilizado como *proxy* da evolução do estoque de capital fixo destas firmas.

**Figura 1:** Média e mediana anual dos Ativos financeiro e imobilizado em relação ao ativo total, 2010-2019



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

Percebe-se, a partir do gráfico, que não é possível observar de maneira clara uma mudança na composição de portfólio das firmas não-financeiras no Brasil durante o período analisado. Apesar de observarmos uma queda no ativo imobilizado das empresas, também se tem uma diminuição da participação dos ativos financeiros na composição de portfólio destas firmas. Entretanto, apesar de ambas as variáveis apresentarem uma queda durante o período, o decréscimo dos ativos imobilizados (11,2%) foi mais acentuado do que a queda dos ativos financeiros (8,8%), aumentando a proporção destes em relação ao imobilizado.

Entretanto, nem todos os componentes dos ativos financeiros se comportaram da mesma maneira ao longo do período analisado. A partir da Tabela 1 é possível perceber que a queda do ativo financeiro se deve primordialmente à diminuição da parcela de recebíveis presente no portfólio das firmas. Em 2010 cerca de 17% do ativo das firmas não financeiras eram compostos por contas a receber, passando para pouco mais de 13% em 2019. Ao mesmo tempo, a parcela mantida em caixa, ou equivalentes, teve uma pequena diminuição (de 8,4% para 7,1%), enquanto a proporção de investimentos aumentou de 2,5% para 4,6%. Já o total de ativos mantidos na forma de aplicações financeiras teve um aumento de cerca de 0,6 pontos

percentuais em termos relativos, porém, em 2019, ainda representava uma pequena parcela do ativo total das empresas (5,2%).

**Tabela1:** Participação percentual dos componentes do ativo, média anual 2010-2019

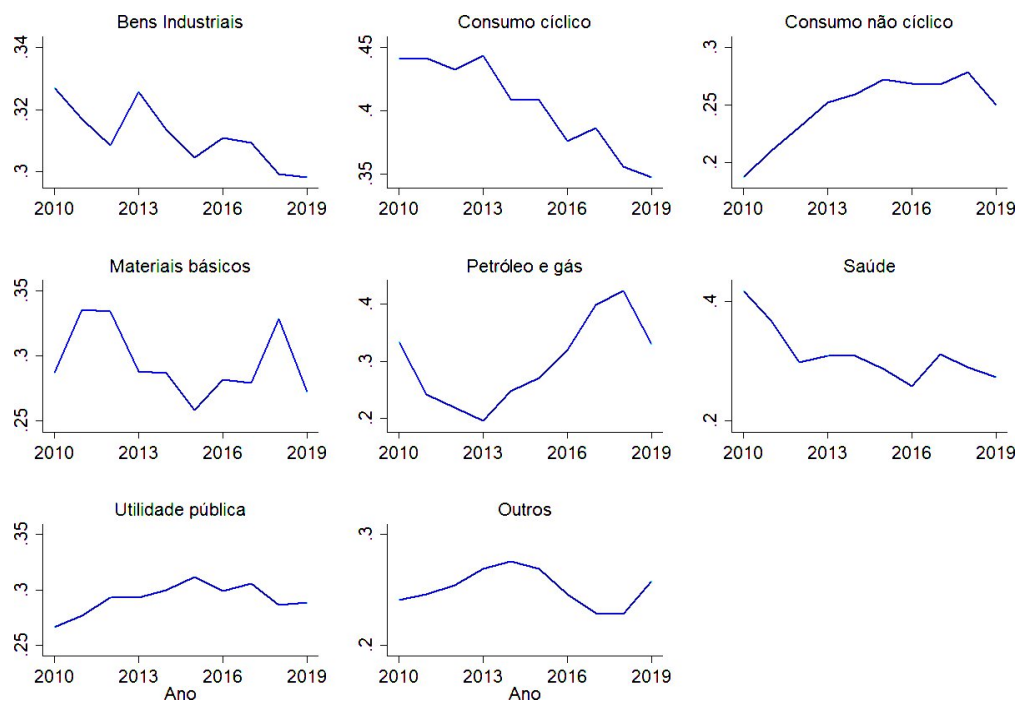
	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
<b>Imobilizado</b>	<b>27.3</b>	<b>26.3</b>	<b>26.3</b>	<b>24.8</b>	<b>24.3</b>	<b>24.4</b>	<b>24.6</b>	<b>23.1</b>	<b>22.3</b>	<b>24.3</b>
<b>Ativo financeiro</b>	<b>32.8</b>	<b>33.0</b>	<b>32.7</b>	<b>33.0</b>	<b>32.3</b>	<b>32.0</b>	<b>31.0</b>	<b>31.7</b>	<b>31.0</b>	<b>29.9</b>
Caixa	8.5	8.4	8.1	8.2	7.7	7.5	7.3	7.4	6.5	7.1
Recebíveis	17.2	16.8	17.3	15.6	15.5	15.1	14.5	14.5	14.1	13.1
Investimentos	2.5	3.3	3.3	4.7	4.6	4.5	4.4	4.8	5.0	4.5
Apl. Financeiras	4.6	4.5	3.9	4.5	4.6	5.0	4.7	5.0	5.4	5.2

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

Ainda cabe salientar que apesar de as empresas aqui analisadas apresentarem similaridades, por serem todas empresas não-financeiras listadas em bolsa, existe uma grande distinção na composição de portfólio destas firmas dado o seu porte, setor de atuação e demais especificidades das atividades da empresa. Desta forma, olhando a composição de portfólio destas empresas em uma perspectiva setorial é possível perceber comportamentos bastante distintos dentro dos diversos setores econômicos. Apesar de, em termos agregado, estas empresas terem reduzido a participação de ativos financeiros nos seus portfólios, os setores debens de consumo não cíclicos, petróleo e gás e bens utilidade pública tiveram um aumento da participação dos ativos financeiros nos ativos totais das empresas, conforme pode ser visto na Figura 2.

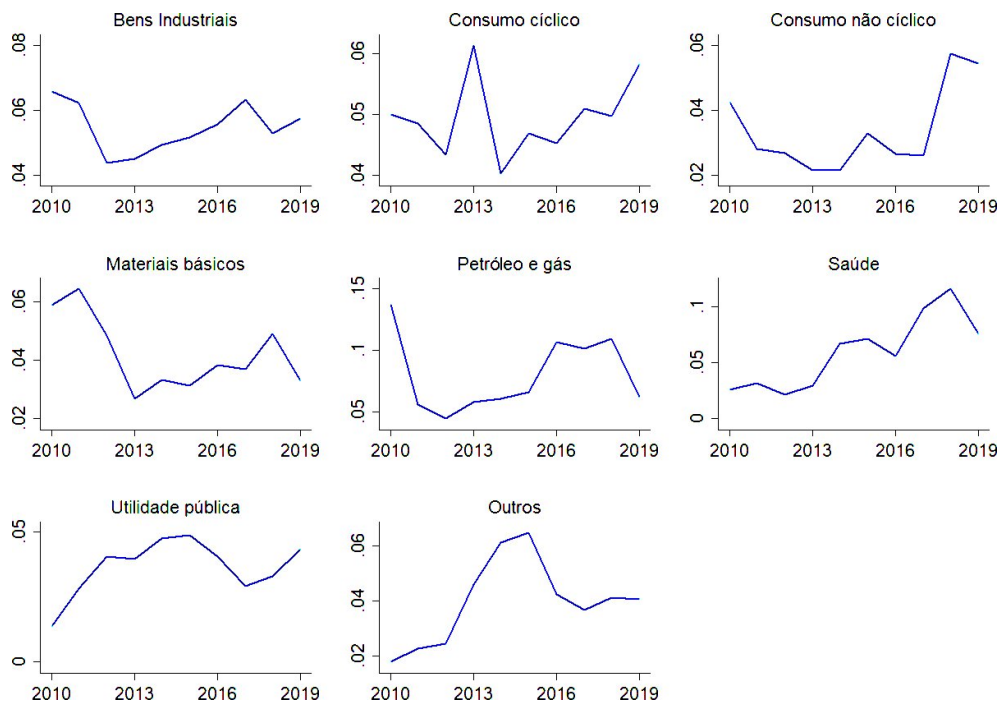
Olhando especificamente para a presença de aplicações financeiras no portfólio das empresas, que talvez seja o componente mais evidente do processo de financeirização de firmas não-financeiras, também é possível observar comportamentos bastante distintos. O setor de saúde, por exemplo, apesar de reduzir a quantidade de ativos financeiros durante o período analisado quase triplicou a alocação em aplicações financeiras, passando de 2,6% em 2010 para 7,6% em 2019. Outros setores que ampliaram a alocação em aplicações financeiras foram as empresas de bens de utilidade pública e as agregadas em outros. A Figura 3 apresenta de forma setorial as aplicações financeiras em relação ao ativo total, enquanto a Tabela 2 apresenta a composição dos ativos financeiros, também de forma setorial.

**Figura 2:** Razão entre ativo financeiro e ativo total, média setorial 2010-2019



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

**Figura 3:** Razão entre aplicações financeiras e ativo total, média setorial 2010-2019



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

**Tabela 2:** Participação percentual dos componentes do ativo, média anual setorial 2010-2019

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Bens Industriais</b>										
Caixa	9.2	8.6	8.0	10.1	10.1	9.4	8.9	7.9	6.9	7.8
Recebíveis	15.9	15.6	16.3	15.0	13.6	13.1	13.7	13.9	14.7	13.7
Investimentos	1.0	1.3	2.3	3.0	2.7	2.7	2.9	2.8	3.0	2.6
Apl. Financeiras	6.6	6.2	4.4	4.5	4.9	5.2	5.6	6.3	5.3	5.7
<b>Consumo Cíclico</b>										
Caixa	7.4	7.9	7.8	7.7	8.1	7.8	7.8	8.5	7.7	7.8
Recebíveis	28.1	27.7	27.9	25.0	24.3	23.8	20.6	19.5	17.6	15.9
Investimentos	3.6	3.7	3.2	5.5	4.5	4.5	4.7	5.6	5.4	5.2
Apl. Financeiras	5.0	4.8	4.3	6.1	4.0	4.7	4.5	5.1	5.0	5.8
<b>Consumo não cíclico</b>										
Caixa	4.9	6.9	7.1	8.4	10.6	9.8	10.2	9.3	7.0	6.6
Recebíveis	9.5	11.2	11.6	12.0	10.6	10.5	10.2	11.2	11.3	11.2
Investimentos	0.1	0.1	1.6	2.6	2.6	3.7	3.7	3.7	3.8	1.8
Apl. Financeiras	4.2	2.8	2.7	2.1	2.1	3.3	2.7	2.6	5.7	5.4
<b>Materiais básicos</b>										
Caixa	10.9	8.7	8.9	6.9	6.9	5.9	6.2	5.9	6.0	5.8
Recebíveis	10.2	10.6	11.4	10.8	9.8	8.5	9.8	10.4	10.0	9.2
Investimentos	1.6	7.8	8.3	8.4	8.6	8.2	8.4	8.0	11.9	9.0
Apl. Financeiras	5.9	6.5	4.9	2.7	3.3	3.1	3.8	3.7	4.9	3.3
<b>Petróleo e Gás</b>										
Caixa	13.7	11.0	10.0	4.6	8.1	7.7	4.8	5.1	7.7	5.8
Recebíveis	5.5	6.8	6.1	4.4	5.4	7.4	11.9	9.9	10.4	9.5
Investimentos	0.5	0.8	1.4	4.8	5.3	5.4	4.7	14.7	13.2	11.6
Apl. Financeiras	13.8	5.6	4.4	5.8	6.0	6.6	10.7	10.2	10.9	6.2
<b>Saúde</b>										
Caixa	11.3	15.4	12.4	13.3	7.8	7.6	5.8	6.7	4.2	6.7
Recebíveis	20.0	12.7	15.1	13.9	15.4	13.5	14.0	14.2	12.8	12.7
Investimentos	7.9	5.6	0.2	0.9	1.0	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
Apl. Financeiras	2.6	3.2	2.2	2.9	6.7	7.1	5.6	9.9	11.6	7.6
<b>Utilidade Pública</b>										
Caixa	7.3	6.0	6.2	5.9	4.0	5.2	5.7	7.0	5.8	5.4
Recebíveis	14.0	14.7	14.7	12.3	13.7	14.4	13.5	14.5	13.9	12.9
Investimentos	4.0	4.2	4.3	7.1	7.5	6.7	6.6	6.2	5.7	6.2
Apl. Financeiras	1.4	2.8	4.1	4.0	4.8	4.9	4.1	2.9	3.3	4.4
<b>Outros</b>										
Caixa	8.6	9.3	9.6	9.4	7.1	6.7	6.9	6.1%	5.0	8.7
Recebíveis	12.6	11.4	11.6	11.1	11.8	11.3	11.3	11.3%	12.4	11.6
Investimentos	1.1	1.6	1.8	1.8	2.6	2.5	2.2	1.8%	1.3	1.4
Apl. Financeiras	1.8	2.3	2.4	4.6	6.1	6.5	4.3	3.7%	4.1	4.1

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.



Desta forma, olhando para o ativo no balanço patrimonial das empresas não financeiras de capital aberto no Brasil entre os anos de 2010 e 2019, de forma agregada, não é possível observar muito claramente um processo de financeirização destas firmas, dada a queda da participação de ativos financeiros na composição de seus portfólios, embora a queda no ativo imobilizado tenha sido de maior intensidade. Entretanto, olhando para o comportamento dos distintos setores percebe-se um aumento nos ativos financeiros de alguns setores, principalmente de bens de consumo não cíclicos e de petróleo, gás e biocombustíveis. Além disso, mesmo setores que reduziram a participação de ativos financeiros, como saúde e consumo cíclico, tiveram um aumento significativo de aplicações financeiras dentro do seu ativo.

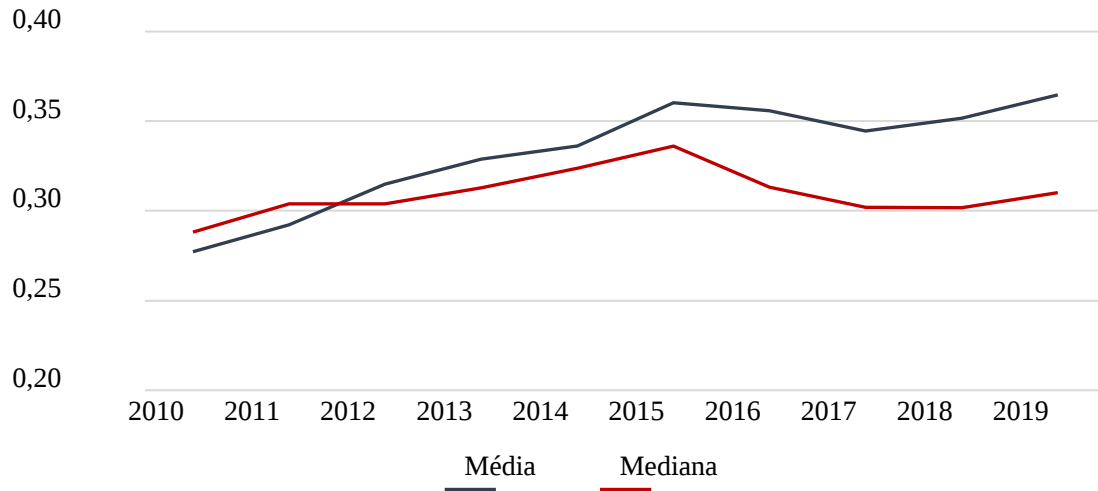
#### **4. Endividamento e ampliação da alavancagem das firmas não-financeiras brasileiras**

De acordo com Palley (2007), uma das características mais marcantes do processo de financeirização das firmas não-financeiras é dado pelo aumento do endividamento destas empresas. Desta forma, a complexidade da relação entre o setor financeiro e as firmas não-financeiras passaria não somente pela mudança na estrutura do ativo destas como também por um aumento da sua alavancagem. A Figura 4 apresenta a média e a mediana da dívida total das firmas não-financeiras brasileiras entre 2010 e 2019 em relação ao ativo total, onde a dívida total é dada pelo somatório dos empréstimos e financiamento de curto e de longo prazo das empresas. Conforme pode-se observar, durante o período analisado tem-se uma ampliação do grau de endividamento destas firmas, expressa por uma maior alavancagem em relação ao seu ativo total.

Percebe-se que, apesar de tanto a média quanto a mediana da dívida total aumentarem durante o período, é bastante nítido que o crescimento da média se dá de forma mais acelerada do que a mediana, sinalizando que tal crescimento se deu de forma concentrada em algumas empresas. Tal argumento é reforçado ao olharmos separadamente os diferentes setores (Figura 5), onde podemos observar que alguns possuem um crescimento bastante acelerado no nível de alavancagem (consumo não cíclico, materiais básicos, petróleo e saúde), outros apresentam um crescimento mais tímido (utilidade pública e outros), enquanto alguns mantêm, com alguma oscilação, a relação entre dívidas e ativos (bens industriais e consumo cíclico). Por fim, cabe destacar que todos os setores apresentaram um crescimento acelerado do endividamento entre

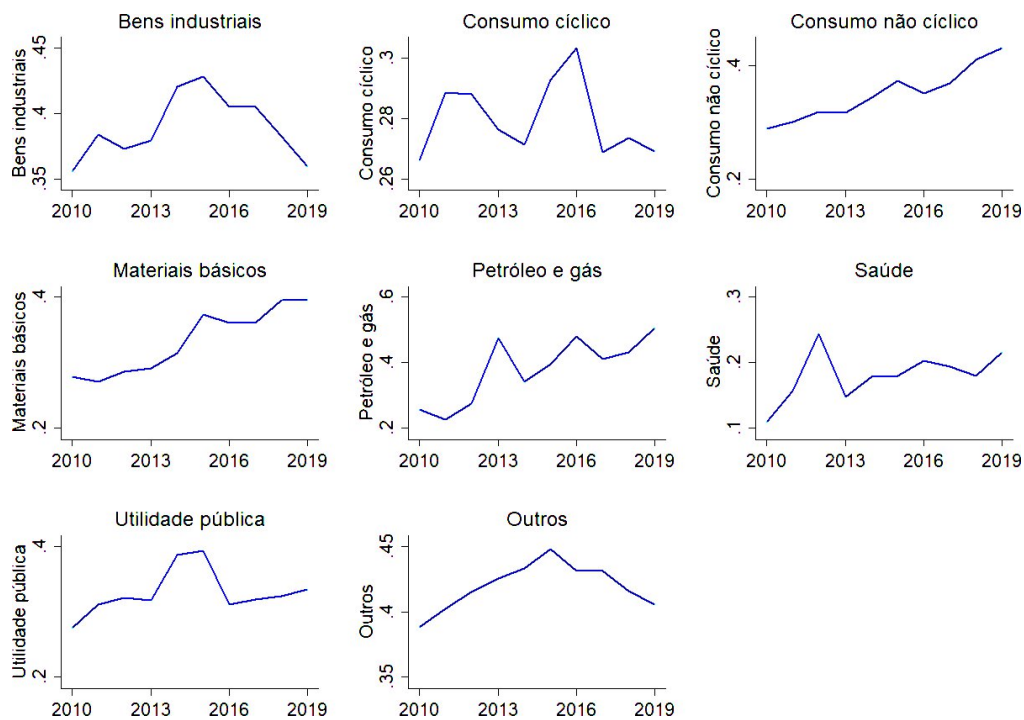
os anos de 2010 e 2016. A partir de 2016 todos os setores, com exceção do setor de consumo não cíclico, o endividamento diminuiu ou permaneceu estagnado.

**Figura 4:** Razão entre dívida total e ativo total, média anual 2010-2019



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

**Figura 5:** Razão entre dívida total e ativo total, média setorial 2010-2019



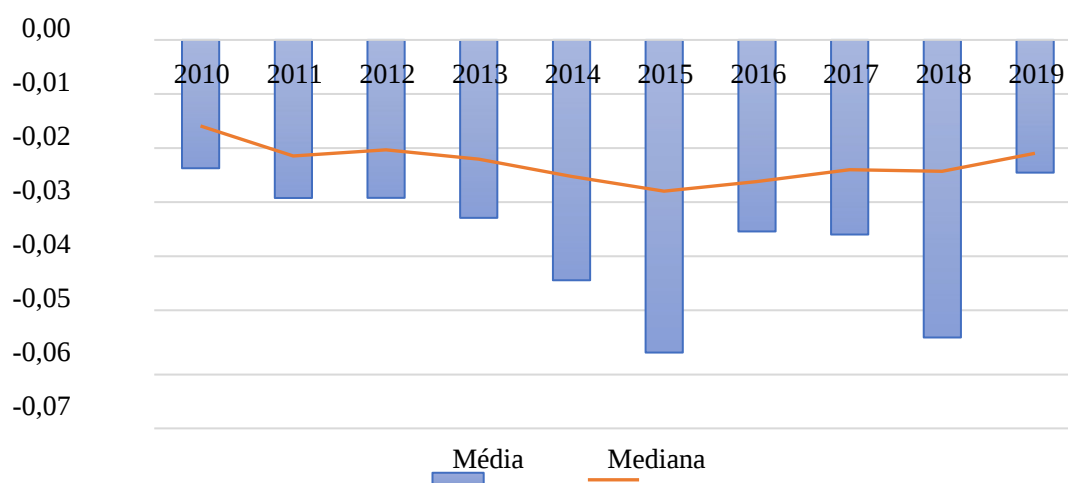
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

Desta forma, olhando para o passivo das firmas não-financeiras é possível perceber a intensificação do processo de financeirização destas empresas de forma agregada, mas principalmente a partir do olhar para alguns setores específicos. Olhando para o grau de alavancagem, aqui descrito pela razão entre dívida e ativo total, observamos que vários setores tiveram um aumento significativo durante o período, com destaque para os setores de saúde (99%), petróleo e gás (96%), consumo não cíclico (50%) e materiais básicos (42%). Destaca-se que os setores de petróleo e gás e consumo não cíclico foram os que apresentaram o maior aumento de ativos financeiros em seu portfólio, enquanto o setor de saúde foi o que mais aumentou a alocação em aplicações financeiras.

## 5. O papel das finanças no lucro das firmas não-financeiras no Brasil

De acordo com Krippner (2005) a financeirização pode ser descrita como um padrão de acumulação onde os lucros se realizam de forma crescente através de canais financeiros. Desta forma, para compreender o processo de financeirização das firmas não-financeiras é essencial avaliar a importância do resultado financeiro na composição do lucro destas empresas. A Figura 6 apresenta a média e a mediana do resultado financeiro, composto pelas receitas financeiras deduzidas das despesas financeiras, em relação à receita operacional líquida, para as empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil entre 2010 e 2019. Durante todo o período de análise as empresas apresentaram, na média, um prejuízo financeiro, variando de 2,4% a 5,8% do ativo total. Este prejuízo cresce até o ano de 2015, passando, a partir de então, a apresentar uma tendência de declínio.

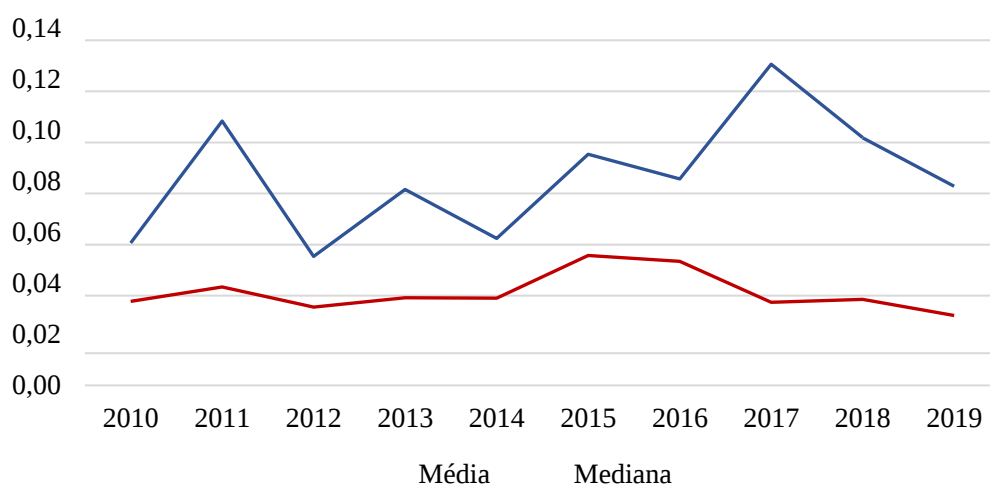
**Figura 6:** Resultado financeiro em relação à receita operacional líquida, média e mediana anual 2010-2019



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

Desta forma, a partir destes dados, é possível concluir que, durante todo o período analisado, a parcela financeira dos resultados das empresas contribuiu negativamente para o lucro destas. Entretanto, conforme destaca Rabinovich (2019), olhar para o resultado financeiro seria a forma mais desejável de se avaliar o processo de financeirização das firmas, porém, dada a agregação do método contábil este resultado acaba levando em consideração despesas financeiras que decorrem de processo não ligados à financeirização. Isto ocorre, pois parte destas despesas estão ligadas ao pagamento de juros derivados de financiamentos de capital fixo das empresas. Tendo em vista o viés deste dado, o autor sugere ser mais preciso avaliar a relação entre a receita financeira e a receita operacional das firmas (Figura 7).

**Figura 7:** Razão entre receita financeira e receita operacional líquida, média anual 2010-2019



Fonte:

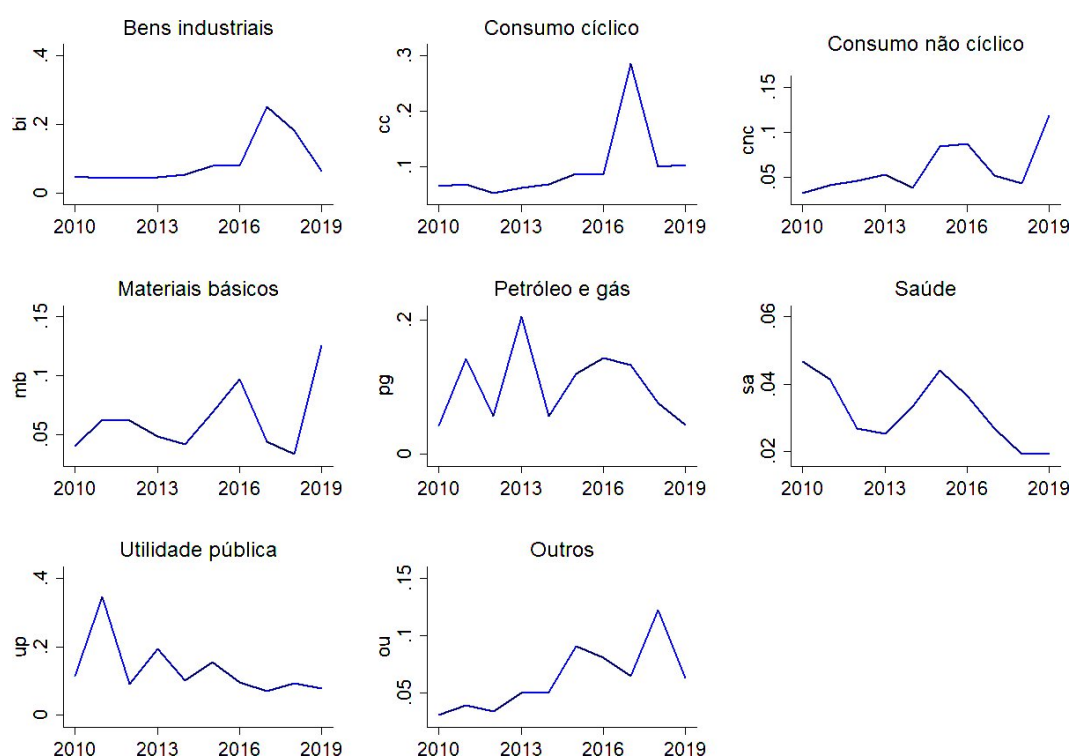
Elaboração própria a partir de dados do Economática.

É possível visualizar que a receita financeira tem uma grande oscilação ao longo do período, porém apresentando um ligeiro crescimento, na média, de 6% em 2010 para cerca de 8% em 2019, atingindo o pico de 13% em 2017, enquanto a mediana apresenta uma grande estabilidade em torno de 4% durante todo o período. Se olharmos a evolução da média setorial da relação entre receita financeira e receita operacional, apresentado na Figura 8, podemos observar uma grande diferença entre os diversos setores. O setor que mais ampliou a participação das receitas financeiras foi o de materiais básicos, passando de cerca de 4% em 2010 para mais de 12% em 2019, com bastante oscilação ao longo do período. Outros setores que aumentaram as receitas financeiras foram consumo não cíclico, de 4% para 11%, consumo cíclico, 6% para 10% e outros que passou de 3% em 2010 para 6% em 2019.

Por outro lado, os setores de saúde e bens de utilidade pública reduziram a o peso das receitas financeiras em seus resultados, enquanto os setores de bens industriais e de petróleo e gás

permaneceram estáveis, apesar de uma ampla variação durante todo o período neste último. Desta forma, olhando o a financeirização das firmas não-financeiras a partir dos resultados destas empresas é possível perceber que, na média, houve um aumento na participação das receitas financeiras no lucro gerado por estas empresas. Porém, observando a partir de uma desagregação setorial é possível perceber que se tem uma grande diferença de acordo com a atividade econômica da empresa. Enquanto os setores de materiais básicos e consumo não cíclico e outros apontam para um processo de intensificação da financeirização dos seus lucros, o setor de saúde apresentou uma queda significativa na participação das receitas financeiras em seu resultado.

**Figura 8:** Razão entre receita financeira e receita operacional, média setorial 2010-2019



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

## Considerações finais

A maior parte da literatura que analisa a financeirização de firmas não-financeiras argumenta que esse fenômeno é visível através da observação da mudança na composição do portfólio dessas empresas. As transformações da economia a partir dos anos 1980 tiveram como uma das

consequências para as firmas não-financeiras o aumento da participação de ativos financeiros em seu portfólio em detrimento do acúmulo de capital fixo (DAVIS, 2016). No entanto, como apresentado ao longo desse trabalho, a análise dos portfólios das firmas não-financeiras brasileiras não corrobora com os resultados encontrados em outros países, já que, no período analisado, entre 2010 e 2019, não há mudança significativa na composição do portfólio dessas firmas. Ressalta-se que ocorre sim uma diminuição no ativo imobilizado das empresas analisadas (11,2%), mas ela é acompanhada da queda da participação dos ativos financeiros (8,8%) na composição de portfólio dessas firmas. Ou seja, observa-se um pequeno aumento na proporção entre ativos financeiros e imobilizado no portfólio dessas firmas.

Cabe destacar também que os componentes do ativo financeiro dessas firmas se comportaram de maneiras distintas ao longo do período pesquisado. Enquanto ocorreu diminuição nos componentes contas a receber (passou de 17% em 2010 para 13% em 2019) e equivalentes (de 8,4% para 7,1%); a proporção de investimentos subiu de 2,5% para 4,6%, e a de ativos mantidos na forma de aplicações financeiras aumentou 12% em termos absolutos. No entanto, não é possível confirmar com clareza a hipótese de que essas firmas passam por um processo de financeirização, pois em 2019 as aplicações financeiras representavam apenas 5,2% do ativo total dessas empresas.

Apesar de não ser possível observar um processo claro de financeirização das firmas não-financeiras brasileiras em termos agregados, a análise feita nesse trabalho indica a necessidade de se olhar para essas empresas a partir de uma perspectiva setorial. Nesse caso, é possível observar diferenças relevantes entre os distintos setores e afirmar que em certos setores há um processo mais claro de financeirização.

Observando os ativos financeiros, nota-se um aumento em alguns setores, principalmente de bens de consumo não cíclicos e de petróleo, gás e biocombustíveis. Além disso, mesmo setores que reduziram a participação de ativos financeiros, como saúde e consumo cíclico, tiveram um aumento significativo de aplicações financeiras dentro do seu ativo. O setor de saúde, por exemplo, apesar de reduzir a quantidade de ativos financeiros durante o período analisado, quase triplicou a alocação em aplicações financeiras, passando de 2,6% em 2010 para 7,6% em 2019. Outros setores que ampliaram a alocação em aplicações financeiras foram as empresas de bens de utilidade pública e as agregadas em outros.

Em relação ao passivo dessas empresas, foi observado que alguns setores possuem um crescimento bastante acelerado no nível de alavancagem (consumo não cíclico, materiais

básicos, petróleo e saúde), outros apresentam um crescimento mais tímido (utilidade pública e outros), enquanto alguns mantêm, com alguma oscilação, a relação entre dívidas e ativos (bens industriais e consumo cíclico).

Por fim, ao observar o resultado das firmas não-financeiras, nota-se uma grande oscilação ao longo do período, com um pequeno crescimento, na média, de 6% em 2010 para cerca de 8% em 2019, atingindo o pico de 13% em 2017. Analisando por setor, novamente foram encontradas diferenças relevantes. O setor de materiais básicos aumentou sua participação em receitas financeiras de 4% em 2010 para 12% em 2019. Outros setores que aumentaram as receitas financeiras foram consumo não cíclico, de 4% para 11%; consumo cíclico, 6% para 10%; e outros que passou de 3% em 2010 para 6% em 2019.

Conclui-se então que é necessário observar os setores individualmente para analisar como se comportaram em relação à financeirização no período analisado. Este trabalho mostra que, para o caso brasileiro, é possível observar um processo mais claro de financeirização no setor de bens de consumo não cíclico que sofreu aumento nos ativos financeiros, aumento da alavancagem e aumento das receitas financeiras no resultado.

## REFERÊNCIAS

AGLIETTA, Michel. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. *Economy and society*, v. 29, n. 1, p. 146-159, 2000.

ARROW, Kenneth J.; DEBREU, Gerard. Existence of an equilibrium for a competitive economy. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, p. 265-290, 1954.

ATTÍLIO, Luccas; CAVALCANTE, Anderson. Empresas não Financeiras e o Impacto da Estratégia Maximizing Shareholder Value sobre o Emprego no Brasil. *Análise Econômica*, v. 37, n. 73, 2019.

BOYER, Robert. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and society*, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.

BRUNO, M. Financeirização e crescimento econômico: o caso do Brasil. *ComCiência*, n. 128, p. 0-0, 2011.

CORRÊA, Mariana Finello; DE MEDEIROS LEMOS, Pedro; FEIJO, Carmem. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. *Economia e Sociedade*, v. 26, p. 1127-1148, 2017.

CROTTY, James. The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era. *Review of Radical Political Economics*, v. 35, n. 3, p. 271-279, 2003.

CROTTY, James. The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and 'modern' financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era. *Financialization and the world economy*, v. 1, p. 77-110, 2005.

DAVIS, Leila E. Identifying the "financialization" of the nonfinancial corporation in the US economy: A decomposition of firm-level balance sheets. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 39, n. 1, p. 115-141, 2016.

DAVIS, Leila E. Financialization and investment: A survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, v. 31, n. 5, p. 1332-1358, 2017.

DEMIR, Firat. The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries. *Review of Radical Political Economics*, v. 39, n. 3: 351-359, 2007.

DEMIR, Firat. Capital market imperfections and financialization of real sectors in emerging markets: Private investment and cash flow relationship revisited. *World Development*, v. 37, n.5, p. 953-964, 2009a.

DEMIR, Firat. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, v. 88, n. 2, p. 314-324, 2009b.

DOURADO, Fernando. *Financeirização das Firms Não-Financeiras no Brasil: um modelo dinâmico dedados em painel*. Dissertação (Mestrado em Economia). Rio de Janeiro, 155 pg, 2019.

EPSTEIN, Gerald A.; JAYADEV, Arjun. The rise of rentier incomes in OECD countries: financialization, central bank policy and labor solidarity. *Financialization and the world economy*, v. 39, p. 46-74, 2005.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FROUD, Julie et al. Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. *Economy and society*, v. 29, n. 1, p. 80-110, 2000.

FROUD, Julie et al. *Financialization and strategy: Narrative and numbers*. Routledge, 2006.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KRIPPNER, Greta R. The financialization of the American economy. *Socio-economic review*, v. 3, n. 2, p. 173-208, 2005.

LAPAVITSAS, Costas. Theorizing financialization. *Work, employment and society*, v. 25, n. 4, p. 611-626, 2011.

LAZONICK, William. From innovation to financialization: How shareholder value ideology is destroying the US economy. *The handbook of the political economy of financial crises*, p. 491-511, 2011.



- LAZONICK, William; O'SULLIVAN, Mary. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and society*, v. 29, n. 1, p. 13-35, 2000.
- LIN, Ken-Hou; TOMASKOVIC-DEVEY, Donald. Financialization and US income inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology*, v. 118, n. 5, p. 1284-1329, 2013.
- MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim; CROCCO, Marco Aurélio; DOS SANTOS, Fabiana Borges. 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.
- ORHANGAZI, Özgür. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge journal of economics*, v. 32, n. 6, p. 863-886, 2008.
- PALLEY, Thomas. Financialization: What It Is and Why It Matters. *Working Paper 525*, Levy Economics Institute of Bard College, 2007.
- RABINOVICH, Joel. The financialization of the non-financial corporation. A critique to the financial turn of accumulation hypothesis. *Metroeconomica*, v. 70, n. 4, p. 738-775, 2019.
- RABINOVICH, Joel. Financialisation and the 'supply-side' face of the investment-profit puzzle. *Journal of Post Keynesian Economics*, p. 1-29, 2020.
- RABINOVICH, Joel; ARTICA, Rodrigo Pérez. El aumento de los activos financieros en firmas de América Latina. ¿ Un caso de financiarización?. *Realidad económica*, v. 49, n. 333, p. 113 a 140-113 a 140, 2020.
- STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge journal of economics*, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.
- SWEEZY, Paul M. The triumph of financial capital. *Monthly Review*, v. 46, n. 2, p. 1-11, 1994.
- TOMASKOVIC-DEVEY, Donald; LIN, Ken-Hou; MEYERS, Nathan. Did financialization reduce economic growth?. *Socio-Economic Review*, v. 13, n. 3, p. 525-548, 2015.
- VAN DER ZWAN, Natascha. Making sense of financialization. *Socio-economic review*, v. 12, n. 1, p. 99-129, 2014.