

Análise das empresas não-financeiras de capital aberto

Luccas Assis Attílio*

Resumo

Com uma amostra de empresas não-financeiras de capital aberto que operaram no território brasileiro, esse artigo analisa o comportamento dessas instituições entre os anos 1997 e 2013. Nosso objetivo é, dado o contexto de difusão da financeirização em escala mundial, verificar se essas empresas têm priorizado o setor financeiro em detrimento do setor real, ao ponto de prejudicar o investimento produtivo e a geração de empregos. Nossa análise sugere que essas empresas não têm seguido esse padrão. Todavia, dadas as limitações da amostra, maiores conclusões devem ser evitadas, e novos estudos sobre o tema se mostram oportunos.

Palavras-chave: Financeirização, Empresas não-Financeiras, Setor Real.

JEL: G34; G00; D24.

1 Introdução

Desde o fim da Segunda Guerra Mundial até meados dos anos de 1960, muitas economias apresentaram robusto desempenho econômico, sendo entendido pelo sustentado aumento do produto interno bruto (PIB). Esse período é cunhado de *Golden Age* do modo de produção capitalista. Não somente o crescimento econômico apresentou determinado destaque, como também a massa trabalhista obteve crescente ganho salarial. Havia uma harmonia entre o capital e o trabalho. O período de 1945 a 1970 também é caracterizado pela produção em massa, o aumento na escala de operação de muitas indústrias. Ao mesmo tempo, a demanda agregada conseguia absorver essa produção, muito em função do repasse dos ganhos de produtividade para os trabalhadores, como já dito anteriormente. Ademais, o Estado fornecia renda adicional para determinados segmentos da população – políticas sociais, o que ficou conhecido como *Welfare State*.

Todavia, a conjuntura econômica dos anos de 1970 rompe com esse padrão de funcionamento do capitalismo. Diversos Estados se depararam com a deterioração de seus fundamentos macroeconômicos. O crescimento do produto ficou estagnado e a inflação

*Professor assistente de economia da Universidade Federal de Ouro Preto (UFOP). Mestre em economia pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (CEDEPLAR). E-mail: luccas.attilio@ufop.edu.br

escalou para valores elevados. O ambiente recessivo e de alta incerteza propiciou o surgimento de políticas que defendiam o afastamento do Estado da economia e que confiavam nas forças do mercado como mecanismo eficiente para guiar a tomada de decisão dos agentes.

Entre as medidas realizadas, a liberalização dos mercados financeiros foi implementada em muitos países, o que abriu as portas para o capital financeiro explorar novos territórios. Das consequências observadas, a financeirização é um processo que vem se difundindo rapidamente em escala mundial.

Em termos sucintos, a financeirização pode ser entendida pela maior penetração das finanças nas economias de mercado, culminando em transformações no comportamento dos agentes. Uma dessas alterações pode ser vista pelas empresas não-financeiras, que passam a priorizar o setor financeiro em detrimento do setor real, com consequências negativas para a geração de empregos.

Deste modo, o objetivo desse artigo é investigar se as empresas não-financeiras de capital aberto que operam no Brasil apresentaram essa dinâmica. Não pretendemos assinalar se a economia brasileira como um todo passa pelo processo de financeirização, uma vez que esse conceito apresenta outras vertentes, e aqui estamos analisando somente uma delas. Ademais, nossa amostra é limitada, o que restringe nossas conclusões.

Justifica-se esse artigo em meio ao processo de financeirização que vem ocorrendo mundialmente. Não há um consenso na literatura sobre o fato da economia brasileira estar financeirizada. Portanto, estudos se tornam necessários para endereçar essa questão. Também é importante compreender o funcionamento das empresas que operam no Brasil, para verificar a contribuição destas para a economia. Por fim, entender o comportamento dos agentes econômicos, no caso em particular, as empresas não-financeiras de capital aberto, permite a formulação de políticas públicas que possam impactar de forma positiva sobre a economia.

Nossa análise sugere que essas empresas não têm priorizado a geração de lucro financeiro em detrimento do lucro produtivo. Em outras palavras, essas instituições têm expandido a produção e o investimento no setor real, o que tende a gerar maior número de empregos. Deste modo, se a economia brasileira passa pelo processo de financeirização, este não incorporou todos os segmentos da economia, ou então é um processo incipiente.

Esse artigo está dividido em quatro seções além dessa breve introdução. As seções 2 e 3 conceituam, respectivamente, a liberalização financeira e a financeirização. A seção 4 analisa as empresas não-financeiras da Bovespa e a última seção tece alguns comentários finais.

2 A Liberalização Financeira

Essa seção analisa os regimes de repressão e liberalização financeira. No tocante ao segundo regime, críticas direcionadas ao seu *modus operandi* são realizadas. As condições do ambiente econômico que propiciaram a passagem de um sistema para o outro também são explicitadas. Por fim, consequências da abertura dos mercados financeiros são descritas.

O regime de repressão financeira vigorou desde o final do período de guerras até os anos de 1970. Ele pode ser entendido pela aproximação do Estado com o sistema financeiro doméstico, na medida em que o fluxo de capitais, a disponibilidade de crédito e as taxas de juros eram regulados (Fry, 1988). As instituições financeiras circunscritas a esse regime possuíam reduzida autonomia operacional, seguindo as diretrizes do governo (Epstein, 2013).

Esse regime prevaleceu sem sofrer maiores críticas até a proximidade dos anos 70 e os choques que ocorreram nesse período. A Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), em 1973 e 1979, aumentou abruptamente o preço do petróleo, causando um choque inflacionário nas economias que dependiam desse insumo para crescerem (Hermann, 2011). Em 1979, o Banco Central dos Estados Unidos da América (EUA) eleva o patamar da taxa de juros, culminando no encarecimento do crédito internacional (Arrighi, 1994).

Por si só, esses eventos já poderiam causar fortes instabilidades nas economias, todavia, outros fatores juntaram-se para aprofundar a deterioração econômica mundial. Sweezy (1997; 2004) denota que as condições que auxiliaram no crescimento do PIB desde os anos 40 estavam extintas, como a escassez de capital produtivo nos países beligerantes. Ademais, afirma que a lucratividade das economias estava se arrefecendo, podendo dar origem a uma crise de superprodução, seguindo a abordagem de crise econômica de Marx (1974).

Arrighi (1994) segue um raciocínio semelhante ao investigar o período dos anos 70, marcado pela alta inflação, estagnação do produto e endividamento interno e externo. O autor assinala que o setor real perdeu lucratividade, sendo que a expansão da produção não solucionaria o problema dos países estagnados, tampouco investimentos produtivos.

Deste modo, críticas surgiram defendendo o afastamento do Estado da esfera econômica, visto como empecilho para a superação da conjuntura recessiva. Em meio ao debate, a defesa por políticas e reformas que causassem a abertura dos mercados saiu vencedora, acarretando profundas transformações no processo de acumulação de capital.

Entre as medidas propostas – e dado o propósito desse artigo – a liberalização financeira foi amplamente disseminada. A liberalização do fluxo de capitais, a desregulamentação da taxa de juros e a retirada de outros controles sobre o sistema financeiro fizeram parte do pacote que desencadeou a abertura dos mercados financeiros domésticos, ga-

nhando a denominação de liberalização financeira (Williamson e Mahar, 1998).

Os capitais agora fluíam livremente entre diferentes territórios, bem como instituições financeiras abriam filiais em novos continentes. De acordo com Mishkin (2009), era o início de uma nova era de globalização financeira, uma oportunidade para os países retardatários reduzirem o hiato econômico com as economias desenvolvidas.

Entretanto, esse novo regime financeiro recebeu críticas de alguns autores, como foi o caso de Rodrik e Subramanian (2009). Os autores defenderam que o maior influxo de capital não necessariamente representaria o incremento do investimento produtivo, pois muitas economias sofrem de restrições de investimento, e não restrições de financiamento.

Essa crítica segue o argumento de Keynes (1988), no qual é o investimento que gera a poupança, e não o contrário. O simples acúmulo de capital não representa investimento, a não ser que haja o incentivo para que isso ocorra. Com o investimento sendo realizado, novos empregos são criados, e trabalhadores antes desempregados e, portanto, sem renda, passam a auferir rendimento e a consumir parte dessa renda, fazendo a economia crescer e incentivando novos investimentos pelo setor privado.

Outra crítica ocorre com Minsky (1986). Percebendo as inúmeras crises financeiras que irromperam no globo após as políticas de abertura financeira, o autor assinala que a fragilidade financeira aumentou com a liberalização financeira. Consequentemente, o sistema capitalista ficou mais instável, sujeito a eventos que podem causar fortes oscilações nas economias.

Por fim, na medida em que as políticas de liberalização financeira defenderam a abertura do mercado financeiro de um modo geral, essas políticas não se detiveram às peculiaridades de cada país, indo contra o argumento de Myrdal (1960; 1977) sobre considerar as diferentes instituições de cada Estado.

O autor critica a formulação de políticas econômicas padronizadas. As políticas deveriam se enquadrar nas características de cada Estado, sendo que políticas que podem ser bem sucedidas em nações desenvolvidas, podem malograr nas nações subdesenvolvidas. Esse argumento segue o trabalho de Gerschenkron (1962), no qual é explicitado a industrialização de alguns países, sendo que, para cada economia, um diferente arranjo econômico foi construído para sustentar o processo.

Com isso, as políticas de liberalização financeira não foram isentas de críticas, sendo questionadas inclusive contemporaneamente (Piketty, 2014). As crises financeiras que irromperam após a sua implementação e a maior fragilidade financeira por parte de alguns Estados que aderiram a esse receituário são fatores que devem ser considerados nesse debate. Ademais, a liberalização financeira proporcionou condições para que outro processo viesse à tona, que é a financeirização, assunto da próxima seção.

3 Financeirização

Conforme visto na seção anterior, a financeirização é um processo que tem emergido desde que as reformas de liberalização dos mercados financeiros foram realizadas. De uma forma geral, esse fenômeno pode ser entendido pelo aumento de proeminência do setor financeiro sobre o setor real da economia, com o mercado financeiro conduzindo a tomada de decisão dos agentes inseridos no setor produtivo.

De acordo com French, Leyshon e Wainwright (2011), a financeirização pode ser entendida sob três diferentes concepções. Uma delas é o social *accountancy*, na qual o comportamento dos agentes físicos e jurídicos se alteraria em virtude das finanças. No caso dos primeiros, estes passariam a investir em ativos financeiros com o intuito de aumentar suas rendas; é a atração de famílias para participarem do mercado financeiro. Para as empresas, estas deslocariam os seus recursos para o setor financeiro, visando aumentar a remuneração dos acionistas, maximizar o valor de suas ações e auferir ganhos financeiros de curto prazo. Nesse artigo queremos analisar esse desdobramento das empresas.

Chandler (1977;1994) aponta que entre os anos 1945 e 1970 as empresas buscavam investimentos de longo prazo e expansão da produção, o que acarretava na geração de empregos. O setor financeiro exercia reduzida influência sobre essas empresas, uma vez que estas conseguiam se autofinanciar, principalmente por meio do lucro retido.

Todavia, transformações no capitalismo propiciaram alterações nessa dinâmica. O setor financeiro se fortaleceu com as reformas dos anos 70 e 80, e passou a interferir na direção das empresas não-financeiras (Crotty, 2003; Dore, 2008). Essa ingerência ocorre tanto pela compra de ações pelos fundos mútuos e de previdência, quanto pelas próprias famílias.

As empresas têm de apresentar lucro no curto prazo, uma vez que, caso não atendam às expectativas do setor financeiro, perdem financiamento e valor de mercado (Lazonick e O'Sullivan, 2000). Em contrapartida, para atingir esse lucro de curto prazo, atividades de longo prazo, como o investimento produtivo, perdem espaço (Lazonick, 2011; 2012).

Há também a distribuição do lucro via dividendos, culminando na queda do lucro retido (Krippner, 2005). Conseqüentemente, o autofinanciamento é prejudicado. Abre-se, desse modo, oportunidade para o setor financeiro incrementar sua influência sobre essas empresas por meio da concessão de crédito (Sotiropoulos e Lapatsioras, 2014).

A guinada das empresas do setor real para o setor financeiro, segundo Stockhammer (2004) e Miranda (2013), têm prejudicado o investimento produtivo e a geração de empregos. Na medida em que o capital é deslocado para o setor financeiro, o qual não gera mais-valia, perde-se o impulso para criar valor. Adicionalmente, os trabalhadores são prejudicados com a perda de dinamismo do setor produtivo. Assim, essa concepção de financeirização carrega riscos para toda a economia.

A segunda concepção é a financeirização da vida diária. Nesse caso, o processo de

financeirização teria ocorrido sustentado por medidas que acarretaram o afastamento do Estado de políticas sociais, ou seja, a redução do *Welfare State*. O decréscimo de gastos públicos em áreas sociais representou não somente a redução da renda de determinados segmentos populacionais, mas também a flexibilização do mercado de trabalho. Dito isso, os trabalhadores tiveram de recorrer ao sistema financeiro para poderem sustentar o padrão de vida que possuíam anteriormente. O ciclo de vida se torna financeirizado, pois medidas como a escolha de educação, saúde e segurança passam a depender do desempenho do mercado financeiro. As famílias entram nesse mercado em busca de serviços que antes o Estado fornecia (Langley, 2006).

A última concepção é a financeirização como um novo modo de acumulação, o *finance-led capitalism* (French, Leyshon e Wainwright, 2011). Boyer (2000) aborda essa questão citando características da financeirização, como a flexibilização do mercado de trabalho, a redução do Estado de Bem Estar Social e a competição ocorrendo precipuamente no mercado financeiro. Todavia, o autor considera inadequado assinalar a financeirização como um novo regime, uma vez que outros importantes traços também devem ser considerados, por exemplo, a difusão da tecnologia de informação e comunicação.

Essas três concepções dialogam entre si, dado que possuem características semelhantes. O fluxo de famílias para o mercado financeiro é uma marca que ocorre nas três definições de financeirização. Esse fluxo, embora carregue benefícios como o aumento do consumo de bens duráveis e a sustentação da demanda agregada pelo consumo, deixa os trabalhadores vulneráveis frente às oscilações no mercado financeiro (Krippner, 2005).

Conforme a remuneração de ativos financeiros varie, o consumo dos trabalhadores sofre alterações. Essas variações não estão restritas somente à órbita dos agentes físicos, as empresas de capital aberto podem sofrer repentinas quedas no financiamento em decorrência do valor de suas ações, ainda que o desempenho produtivo dessas instituições esteja gerando empregos e renda (Lazonick, 2011;2012).

O alastramento do capital fictício no funcionamento da economia pode comprometer o setor real (Marx, 1974). O capital fictício não guarda relação com a atividade produtiva; ainda que as empresas de capital aberto sejam produtivas, caso a avaliação de suas *equities* pelos investidores seja negativa, elas perderiam financiamento.

Voltando a falar sobre o fluxo de famílias para o setor financeiro, Lapavitsas (2009; 2011) afirma que esse movimento representa expropriação financeira destes agentes. Muitas famílias possuem reduzido conhecimento sobre finanças, desse modo, as instituições financeiras poderiam se aproveitar desse fato e extrair renda desses agentes, tanto pelo pagamento de juros quanto pela perda de propriedades, no caso de *defaults*. A perda dos trabalhadores é a contrapartida do aumento de mais-valia para o setor financeiro. Inclui-se nessa afirmação a redução do investimento produtivo e na geração de empregos por parte das empresas, uma vez que essas passam a trabalhar em prol do mercado financeiro. Essas empresas se tornam favoráveis às políticas de maior flexibilização do mercado de trabalho, de reduções salariais e de enfraquecimento dos sindicatos. Tais políticas auxiliariam

na criação de lucro no curto prazo ao baratear os custos de produção.

Deste modo, a financeirização, além de possuir diferentes definições, carrega também variadas consequências, como é o caso da expropriação financeira, a fragilidade financeira dos trabalhadores e a proeminência do setor financeiro sobre o funcionamento da economia. A próxima seção analisa as empresas não-financeiras de capital aberto.

4 Análise das Empresas não-financeiras

A amostra reúne 100 empresas não-financeiras de capital aberto que atuam no Brasil. Os dados foram obtidos da Economatica. O período de análise vai de 1997 a 2013. O número de empresas da amostra e o período temporal foram definidos estritamente com base na disponibilidade dos dados. Tentamos alongar ao máximo a abrangência dos anos - para podermos visualizar as mudanças das variáveis ao longo do tempo -, entretanto, perdíamos em observações. Com isso, o número de empresas investigadas foi escolhido com base nas variáveis que iremos analisar¹. Os dados estão deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

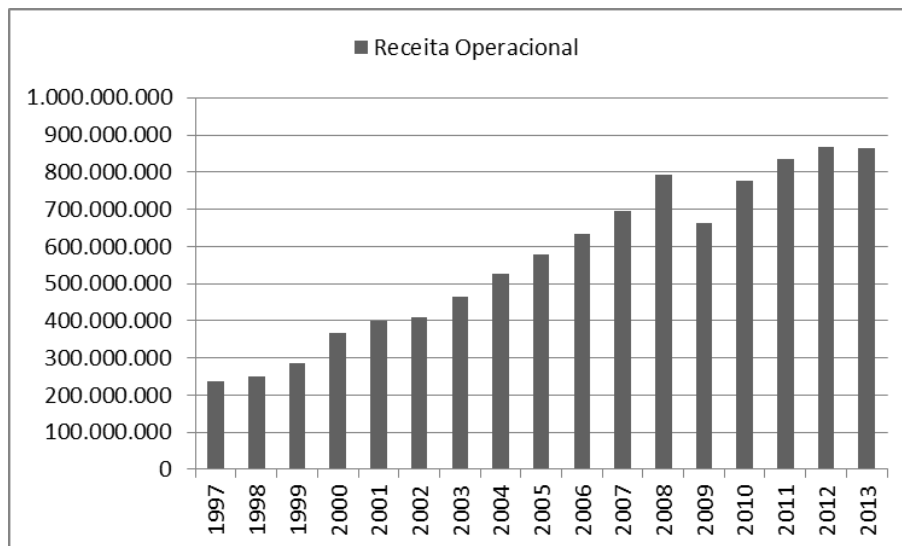
Iniciando pela receita operacional, o gráfico 1 retrata essa variável. De 1997 a 2008 os valores cresceram continuamente, saindo de 238 bilhões de reais em 1997 para atingir 792,6 bilhões em 2008, mais do que triplicando a receita operacional em um período de doze anos. Em 2009 o seu patamar decresce, provavelmente em função do efeito da crise financeira de 2007 sobre o país, todavia, já no próximo ano o seu valor se recupera, exibindo 776,6 bilhões de reais em 2010 (a despeito de 662,3 bilhões em 2009), 836,7 bilhões em 2011, 868,7 bilhões em 2012 e fechando a série um pouco abaixo do patamar de 2012, em 864,6 bilhões de reais em 2013.

O gráfico 2 exibe o lucro não-financeiro dessas firmas. De forma similar com o gráfico 1, o lucro não-financeiro cresceu consideravelmente de 1997 a 2008, sendo esse último ano o pico da série, quando o valor dessa rubrica foi de 183,6 bilhões de reais. Entre 1997 e 2008 os lucros não-financeiros recrudesceram em mais de 500% em comparação com 1997. Essas empresas têm obtido lucros robustos no setor produtivo. O ano de 2009 perturba o crescimento dos lucros, reduzindo eles para o nível de 135,7 bilhões de reais em 2009, contra 183,6 bilhões no ano anterior; como explanado anteriormente, o efeito da crise de 2007 pode explicar esse desvio da tendência. Nos anos de 2010 e 2011 o lucro se recupera, todavia, volta a se reduzir em 2012, para depois aumentar em 2013, finalizando a série em 124 bilhões de reais. A média do lucro não-financeiro nesse período de 1997 a 2013 ficou em 116 bilhões de reais por ano.

O aumento da receita operacional e o conseqüente lucro operacional (não-financeiro) denotam que essas empresas não somente são lucrativas no tocante a esse segmento da

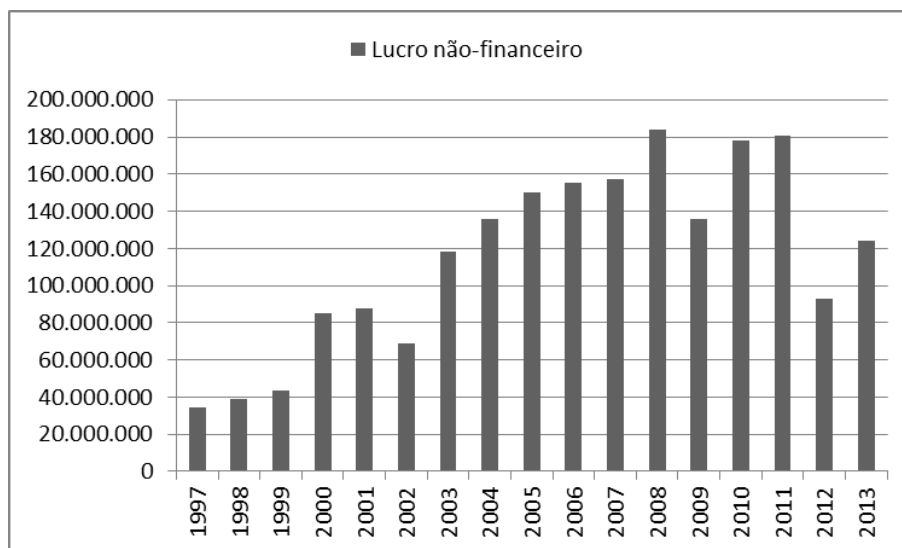
¹Vale dizer que encontramos vários problemas nos dados da Economatica, como a falta de dados em determinadas variáveis. Nesse caso, excluímos as empresas que tinham esse problema.

Gráfico 1: Receita Operacional em milhares de reais

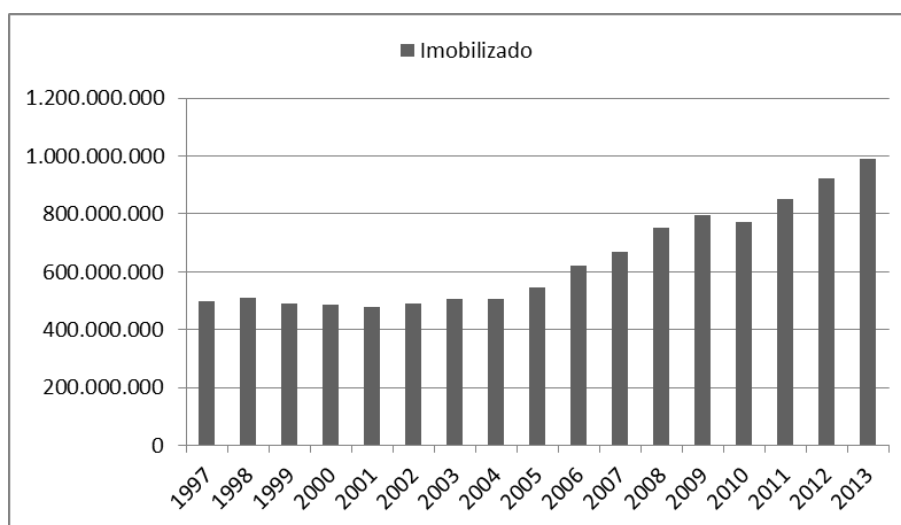


Fonte: Fonte: Elaboração própria com dados do Economática

Gráfico 2: Lucro não-financeiro em milhares de reais



Fonte: Fonte: Elaboração própria com dados do Economática

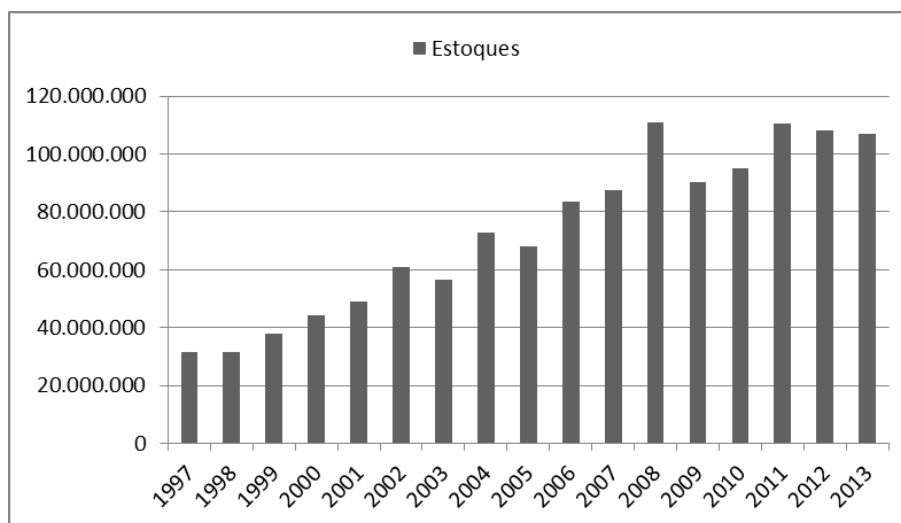
Gráfico 3: Imobilizado em milhares de reais

Fonte: Fonte: Elaboração própria com dados do Economática

economia, como também estão empreendendo atividades produtivas. Deste modo, analisar rubricas que indicam se essas empresas estão realizando investimentos é o próximo passo. Os gráficos 3 e 4 apresentam, respectivamente, o imobilizado e o estoque das firmas, variáveis que, de acordo com Belluzzo e Almeida (2002), fornecem indícios de investimentos produtivos por corporações.

Observando o gráfico 3, o imobilizado apresentou uma estagnação ao longo do período de 1997 a 2004, variando em torno do valor de 500 bilhões de reais. O padrão se altera a partir de 2005, quando a sua tendência é crescente. Do total de 504,6 bilhões de 2004, o imobilizado atinge 991,5 bilhões em 2013, quase dobrando de valor. Essa escalada nos seus valores desde o ano de 2005 coincide com o período em que a economia brasileira elevou o seu crescimento sustentado pela liquidez externa e o *boom* nos preços das commodities (Baltar, 2015). Esses fatores parecem se refletir no comportamento dessa rubrica, que mesmo no ano de 2009 não arrefeceu o seu patamar, vindo a apresentar uma queda somente em 2010. Talvez a defasagem entre o início e término de investimentos possa explicar essa queda em 2010 e não em 2009.

Os estoques podem ser analisados pelo gráfico 4. Como foi visto no gráfico relativo à receita operacional (gráfico 1) e ao lucro não-financeiro (gráfico 2), de 1997 a 2008 essa série apresenta tendência crescente, sendo interrompida pelo efeito contágio em 2009. Partindo de 31,3 bilhões de reais em 1997, os estoques sobem para 61 bilhões em 2002, 73 bilhões em 2004 e 111 bilhões em 2008, o mais alto valor de toda a série. A crise de 2009 reduz a magnitude dos estoques, todavia, logo depois eles voltam a crescer, terminando o ano de 2013 em 107,2 bilhões de reais.

Gráfico 4: Estoques em milhares de reais

Fonte: Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

Considerando os resultados dos gráficos 3 e 4, conclui-se que essas firmas estão aumentando o investimento produtivo e a produção. A receita operacional já havia fornecido alguma evidência desse quadro, mas é através das rubricas imobilizado e estoques que esse retrato se torna mais evidente. Além disso, essas atividades estão sendo lucrativas, conforme o gráfico 2 demonstrou.

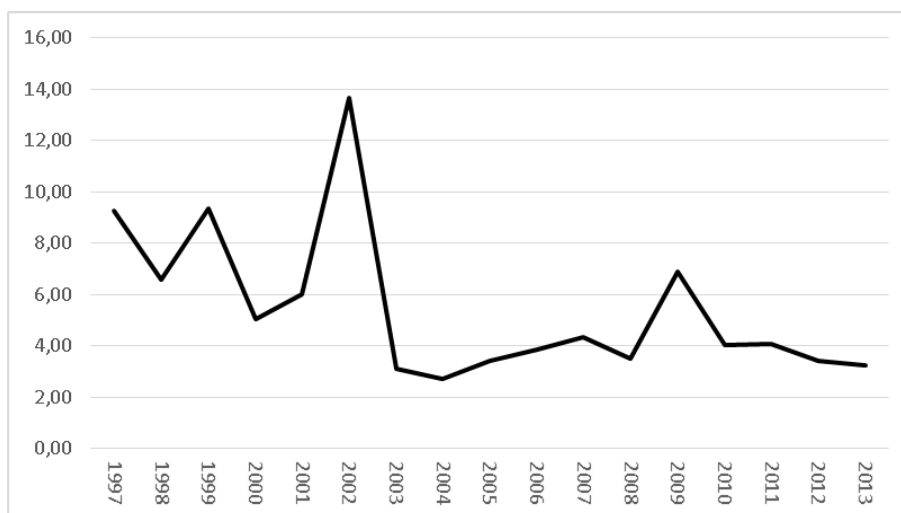
Deste modo, torna-se oportuno analisar variáveis do setor financeiro, como a receita financeira e o lucro financeiro, dado que, pelo setor produtivo, essas empresas têm apresentado resultados positivos. O gráfico 5 retrata a proporção da receita financeira com a receita operacional, o que fornece uma maneira de visualizarmos se a variável financeira tem aumentado sua importância *vis-à-vis* da variável produtiva.

A tendência desse indicador é declinante. Mesmo considerando a sua alta entre os anos 1997 e 2002, quando atinge o valor de 13%. Essa proporção termina a série com menos de 4%. Provavelmente a crescente receita operacional (gráfico 1) desempenhou relevante papel para explicar esse gráfico.

O gráfico 6 exibe o lucro financeiro. Na verdade, temos apenas seguidos prejuízos financeiros. Em todos os anos a despesa financeira mais do que compensou a receita financeira. Considerando o gráfico anterior, podemos sugerir que o setor financeiro não tem sido fundamental para a geração de receitas para essas firmas. É o setor real o canal gerador de lucro. Para corroborar isso, podemos analisar o gráfico 7, que mostra a soma do lucro não-financeiro com o lucro financeiro.

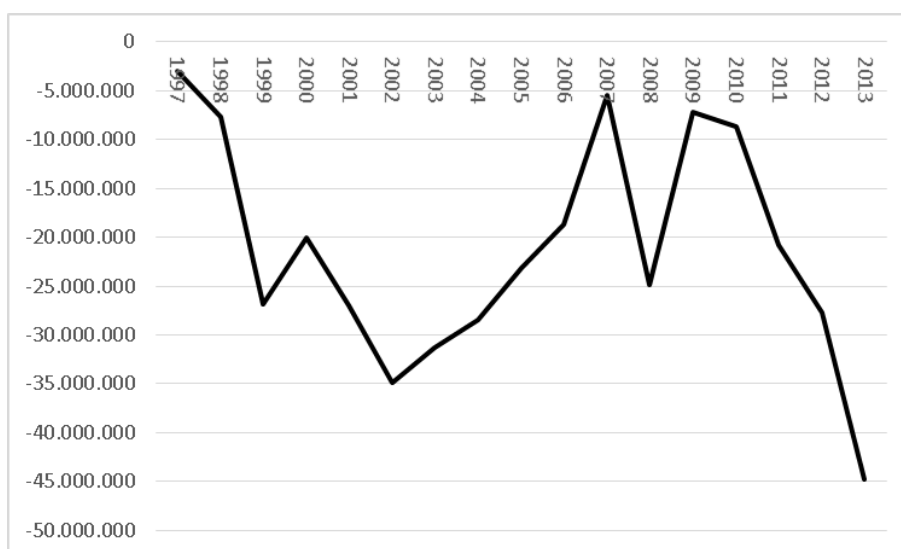
Em todo o período, o lucro líquido é positivo. Com isso, podemos afirmar que é o setor produtivo que fornece sustentabilidade para essas firmas operarem. O setor finan-

Gráfico 5: Receita financeira/receita operacional

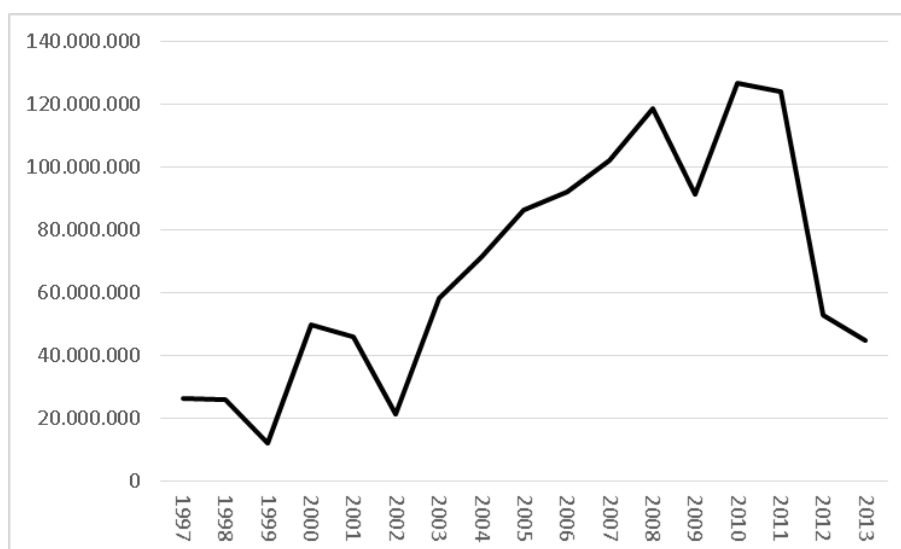


Fonte: Fonte: Elaboração própria com dados do Economática

Gráfico 6: Lucro financeiro (prejuízo financeiro) em milhares de reais



Fonte: Fonte: Elaboração própria com dados do Economática

Gráfico 7: Lucro líquido em milhares de reais

Fonte: Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

ceiro pode estar sendo usado como suporte para as atividades produtivas, por meio do financiamento. Nesse caso, podemos observar a dívida das empresas (gráfico 8).

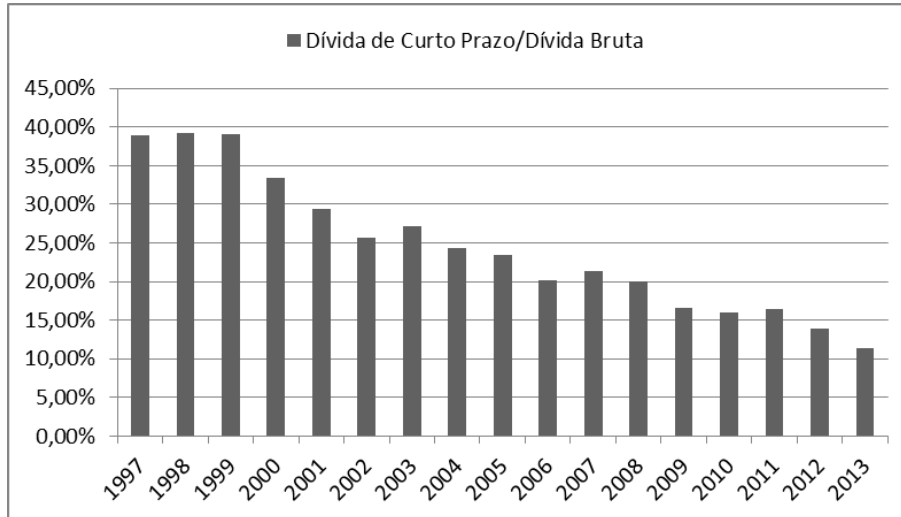
O gráfico 8 fornece a proporção entre a dívida de curto prazo e a dívida bruta. Em toda a série a tendência é decrescente. Nos primeiros três anos o valor variou em torno de 39%, todavia, ele cai significativamente ao longo dos anos. Nos últimos cinco anos ele não chega a ultrapassar a marca de 20%. Esse resultado fortalece a hipótese do uso do setor financeiro como pilar para as atividades produtivas.

O último gráfico é o lucro retido (gráfico 9). De 1997 a 2002 o seu valor foi estável, mas esse padrão se altera desde 2003, quando o lucro retido foi de 135 bilhões de reais, e atinge 343 bilhões em 2011, o maior valor em todo o gráfico. A média dessa rubrica foi de 194 bilhões de reais ao longo dos dezessete anos analisados.

Não causa surpresa o crescente nível do lucro retido, uma vez que essas empresas apresentaram elevada lucratividade. Deste modo, o lucro retido foi abastecido, podendo ter sido utilizado para o financiamento das atividades produtivas. Esse fato pode ajudar a entender a reduzida participação do setor financeiro nessas empresas, se por participação queremos dizer a proporção da receita financeira com as receitas operacionais (gráfico 5).

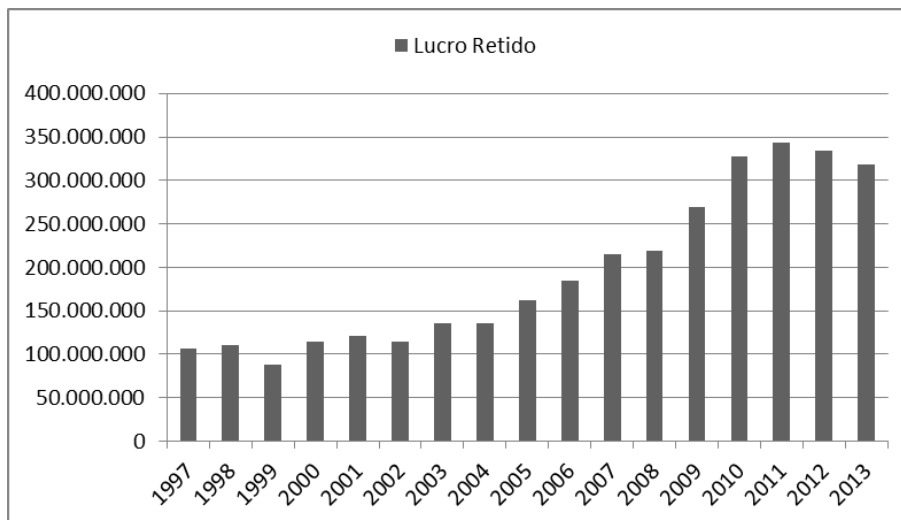
Finda a análise das variáveis, algumas conclusões podem ser traçadas. Em vista da receita operacional, do imobilizado e do estoque, essas empresas têm aumentado tanto o investimento produtivo quanto a produção. Adicionando o lucro não-financeiro nessa análise, depreende-se que não obstante essas firmas estejam aprofundando sua atuação no setor real, elas ainda são lucrativas.

Gráfico 8: Dívida de Curto Prazo/Dívida Bruta em porcentagem



Fonte: Fonte: Elaboração própria com dados do Economática

Gráfico 9: Lucro Retido em milhares de reais



Fonte: Fonte: Elaboração própria com dados do Economática

O desempenho no setor financeiro contrasta com o visto no setor produtivo. A receita financeira tem perdido importância frente à receita operacional, e não há lucro financeiro. É o setor real que fornece sustentabilidade para essas firmas, algo visto pelo lucro líquido.

O endividamento da amostra é essencialmente de longo prazo. E o lucro retido é crescente. Fazendo um paralelo entre essas duas variáveis, não parece que essas firmas estejam usando o setor financeiro como forma de aumentar suas receitas, mas como pilar para as atividades produtivas. Essas empresas têm o lucro retido como opção para realizar investimentos (autofinanciamento).

Deste modo, os resultados sugerem que essas firmas não estão utilizando o setor financeiro em detrimento do setor produtivo. Não há uma clara transferência de capital do setor real para os mercados financeiros. A lucratividade que tem ocorrido por meio dos investimentos e produção enfraquece essa hipótese.

Se a economia brasileira está financeirizada, não há sinais evidentes desse processo nessa amostra. As firmas não mostraram um viés em prol do sistema financeiro e também pouco abandonaram as atividades produtivas. Por fim, dado o tamanho limitado da nossa amostra, temos de ser parcimoniosos com nossas conclusões em caso de generalização para toda a economia brasileira.

5 Conclusão

O artigo explanou sobre o ambiente econômico dos anos de 1970 com o objetivo de demarcar o período em que políticas que defendiam a abertura do mercado financeiro foram empreendidas, bem como a transição de um regime financeiro para outro. A financeirização surge como uma consequência desse processo, fenômeno que perdura contemporaneamente em muitas economias.

A análise das empresas não-financeiras que operam na Bovespa sugere que essas firmas não estão utilizando o setor financeiro como forma principal de lucro econômico, a viabilidade econômica surge do setor produtivo. Caso essa afirmação se mostre correta, podemos inferir que essas firmas têm auxiliado na criação de postos de trabalho.

Dada a literatura internacional que analisa o efeito da financeirização das empresas e o seu impacto negativo sobre o emprego, as empresas não-financeiras de capital aberto que operam no Brasil merecem maior atenção. Um direcionamento dessas para atividades financeiras com o objetivo de lucro de curto prazo, ao ponto de abdicar das atividades produtivas, tende a ser prejudicial para a economia. Mesmo que não tenhamos detectado essa dinâmica, isso não quer dizer que ela não esteja presente no Brasil, ainda que em grau reduzido. Por isso, mais estudos são necessários no tocante a essa questão.

Abstract

Utilizing a sample of non-financial public companies operating in Brazil, this article analyzes

the behavior of these institutions between 1997 and 2013. Our objective is, given the context of diffusion of financialization on a world scale, to verify if these companies have prioritized the financial sector to the detriment of the real sector to the point of undermining productive investment and job creation. Our analysis suggests that these companies have not followed this pattern. However, given the limitations of the sample, further conclusions should be avoided, and more studies on the subject are necessary.

Keywords: Financialization, non-Financial Companies, Real Sector.

JEL: G34; G00; D24.

Referências bibliográficas

ARRIGHI, G. *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of our Times*. [S.l.]: Verso, 1994.

BALTAR, P. *Crescimento da economia e mercado de trabalho no Brasil*. [S.l.]: Texto para Discussão n. 2036, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2015.

BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. G. de. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. [S.l.]: Ed. Civilização Brasileira, 2002.

BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? a preliminary analysis. *Economy and Society*, Taylor & Francis, v. 29, n. 1, p. 111–145, 2000.

CHANDLER, A. D. *The Visible Hand: The managerial revolution in American business*. University Press Cambridge, MA, 1977.

CHANDLER, A. D. *Scale and scope: The dynamics of industrial capitalism*. [S.l.]: Harvard University Press, 1994.

CROTTY, J. 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*, Sage Publications, v. 35, n. 3, p. 271–279, 2003.

DORE, R. Financialization of the global economy. *Industrial and Corporate Change*, v. 17, n. 6, p. 1097–1112, 2008.

EPSTEIN, G. et al. Developmental central banking: winning the future by updating a page from the past. *Review of Keynesian Economics*, Citeseer, v. 1, n. 3, p. 273–287, 2013.

FRENCH, S.; LEYSHON, A.; WAINWRIGHT, T. Financializing space, spacing financialization. *Progress in Human Geography*, Sage Publications Sage UK: London, England, v. 35, n. 6, p. 798–819, 2011.

FRY, M. J. *Money, interest, and banking in economic development*. [S.l.]: Johns Hopkins University Press, 1988.

GERSCHENKRON, A. *Economic Backwardness in Historical Perspective*. [S.l.]: Harvard University Press Cambridge, MA, 1962.

GONZÁLEZ, I.; SALA, H. Macroeconomic consequences of the US financialisation process: lower capital accumulation, higher unemployment. *línea* <http://www.ecap.uab.es/secretaria/trebreerca/Igonzalez.pdf>, 2011.

HERMANN, J. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: o II PND e a crise da dívida externa (1974-1984). *Giambiagi, Fabio et al. Economia Brasileira Contemporânea*. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 93–115, 2005.

KEYNES, J. M. *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. [S.l.]: Nova Cultural, 1988.

KRIPPNER, G. R. The financialization of the american economy. *Socio-Economic Review*, Oxford University Press, v. 3, n. 2, p. 173–208, 2005.

LANGLEY, P. The making of investor subjects in Anglo-American pensions. *Environment and Planning D: Society and Space*, v. 24, n. 6, p. 919–934, 2006.

LAPAVITSAS, C. Financialised capitalism: Crisis and financial expropriation. *Historical Materialism*, v. 17, n. 2, p. 114–148, 2009.

LAPAVITSAS, C. Theorizing financialization. *Work, Employment and Society*, v. 25, n. 4, p. 611–626, 2011.

LAZONICK, W. The financialization of the US Corporation: What has been lost, and how it can be regained. *MPRA Paper*, The Academic-Industry Research Network, n. 42307, 2012.

LAZONICK, W. From innovation to financialization: how shareholder value ideology is destroying the US Economy. In: WOLFSON, M.; EPSTEIN, G. (Ed.). *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. [S.l.]: Oxford University Press Oxford and New York, 2013. p. 491–511.

LAZONICK, W.; O’SULLIVAN, M. Maximizing Shareholder Value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, Taylor & Francis, v. 29, n. 1, p. 13–35, 2000.

- MARX, K. *O capital: Crítica da Economia Política: livro terceiro*. [S.l.]: Civilização Brasileira, 1974.
- MINSKY, H. P. *Stabilization in Unstable Economy, Yale*. [S.l.]: Yale University Press, 1986.
- MIRANDA, B. P. J. de. Impactos da financeirização sobre a fragilidade micro e macroeconômica: um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1995-2012. *Tese de Doutorado, Belo Horizonte. UFMG/Cedeplar*, 2013.
- MISHKIN, F. S. Why we shouldn't turn our backs on financial globalization. *IMF Staff Papers*, Springer, v. 56, n. 1, p. 139–170, 2009.
- MYRDAL, G. Teoria econômica e regiões subdesenvolvidas, trad. *De Ewaldo Corrêa Lima. Rio de Janeiro: Instituto Superior de Estudos Brasileiros*, p. 32, 1960.
- PIKETTY, T. *Capital in the 21st century*. Harvard University Press Cambridge, MA, 2014.
- RODRIK, D.; SUBRAMANIAN, A. Why did financial globalization disappoint? *IMF staff papers*, Springer, v. 56, n. 1, p. 112–138, 2009.
- SOTIROPOULOS, D. P.; LAPATSIORAS, S. Financialization and Marx: some reflections on Bryan's, Martin's and Rafferty's argumentation. *Review of Radical Political Economics*, v. 46, n. 1, p. 87–101, 2014.
- STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, Oxford University Press, v. 28, n. 5, p. 719–741, 2004.
- SWEEZY, P. M. More (or less) on globalization. *Monthly Review*, Monthly Review Press, v. 49, n. 4, p. 1, 1997.
- SWEEZY, P. M. Why stagnation? *Monthly Review*, Monthly Review Press, 1997.
- WILLIAMSON, J.; MAHAR, M. *A survey of financial liberalization*. [S.l.]: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1998.

Recebido em 18 de fevereiro de 2016

Aprovado em 10 de outubro de 2017