



Área Temática: Estratégia Empresarial

ESTRATÉGIA DE ENFRENTAR A CRISE OU TENDÊNCIAS DE FINANCEIRIZAÇÃO? O CASO DAS EMPRESAS LISTADAS NO BMF/BOVESPA NO PERÍODO RECENTE

Tadeu Vaz Pinto Pereira

Mestre

Universidade São Francisco - USF

Tadeu.pereira@usf.edu.br

Resumo

A partir da década de 1970 o padrão de acumulação de capital no sistema capitalista se modificou muito. Após a Idade de Ouro do Capitalismo, que se observou uma expansão considerável da economia no período pós-guerra, apresentando novos desafios para acumulação do capital. Um dos caminhos foi sua multiplicação através do mercado financeiro: observa-se uma maior participação do mercado financeiro e de capitais na acumulação e na destinação de novos investimentos. Diante de tais modificações no padrão de acumulação do capital, quais seriam os impactos na economia brasileira. Estaríamos num processo de financeirização da economia? Objetivo deste trabalho é refletir sobre o processo de financeirização na economia brasileira, analisando alguns indicadores e seus possíveis impactos e consequências na esfera produtiva. Para tal, analisa evolução de indicadores de empresas listadas na BMF/BOVESPA no período de 2007 à 2016. Apesar dos indicadores utilizados por este trabalho não serem suficientes por si só para indicar financeirização da economia brasileira, observa-se que cada vez mais as empresas da esfera produtiva vêm ampliando o peso das receitas financeiras em relação ao seu lucro gerencial operacional (EBIT), distribuindo proventos para acionistas num ritmo maior que o seu lucro líquido, assim como empresas do ramo financeiro vem ampliando seus lucros, apesar da forte recessão econômica, indicadores estes que indicam uma forte concorrência do mercado financeiro na destinação de recursos.

Palavras Chave: financeirização; estratégia; crise econômica;

1. Introdução

Durante a década dos anos 2000, o Brasil conseguiu consideráveis avanços sociais, atrelado principalmente a uma considerável retomada do crescimento econômico. O país viu seu PIB – Produto Interno Bruto crescer em média de 2007 a 2013 na ordem de 3,9%, além de ter observado o surgimento de uma nova classe média, assim como uma taxa de desemprego mínima, que dava uma sensação de pleno emprego. Nesta década, o país cresceu a níveis superiores da década anterior.

Contudo, tudo se inverteu a partir de 2014, no qual o país ingressou em uma das suas piores crises econômicas da sua história. Com o PIB que apresenta quedas reais há dois anos consecutivas, somados a uma taxa de desemprego que alcança a casa dos 13%, segundos dados



do PNAD¹, a questão sobre a retomada do crescimento é ponto que ultrapassa os gabinetes governamentais, e passa ser pauta de toda população como um todo.

São várias os pontos de vista que podem explicar a atual crise econômica brasileira, como a questão da instabilidade política, bem como alto déficit fiscal, por exemplo. Todavia, há também outras considerações como a tendência a financeirização da economia.

Segundo relatório divulgado pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), a financeirização apresenta repercussões negativas nos países desenvolvidos na forma de aumento das desigualdades de renda, desemprego, etc. No Brasil, segundo a entidade, verifica-se a tendência de redução dos investimentos produtivos e maior participação dos ativos financeiros nos balanços das companhias, o que em tese, prejudicaria o crescimento econômico.

Entretanto, estariam nossas empresas apresentando tendências de financeirização, ou o deslocamento de recursos para aplicações financeiras seriam uma estratégia das companhias para tentar amenizar os efeitos da falta de oportunidades decorrente do baixo dinamismo econômico?

Objetivo deste trabalho é refletir sobre o processo de financeirização na economia brasileira, e seus possíveis analisando alguns indicadores e seus possíveis impactos e consequências na esfera produtiva. Para tal, analisa evolução de indicadores de empresas listadas na BMF/BOVESPA no período de 2007 à 2016.

Trabalho foi dividido em 5 partes: na primeira é realizada uma breve contextualização acerca do processo de financeirização, analisando suas principais características e particularidades. Na segunda parte é apresentado a metodologia do trabalho, com a descrição dos indicadores e variáveis eleitas, assim como apresentado algumas hipóteses da pesquisa. Por fim, na quarta parte é realizado a discussão e análises dos dados recolhidos. O trabalho se encerra com as considerações finais.

2. Referencial Teórico

2.1. Financeirização – Novo Padrão Sistêmico de Riqueza

A partir dos anos de 1970, o padrão de acumulação de capital se modificou muito, quando se comparado com o período pós-guerra. Segundo Carneiro (2005) a partir do final dos anos 1970 e início dos anos 1980, profundas transformações estruturais ocorreram na economia internacional, observando uma crescente liberalização financeira e cambial e por uma mudança significativa nos padrões de concorrência intercapitalista, que provocaram um aumento nos fluxos de comércio internacional e no Investimento Direto Estrangeiro – IDE.

Como observa Carneiro (2005):

(...) a política macroeconômica foi sendo progressivamente direcionada para a obtenção de estabilidade, tanto da inflação quanto da dívida externa (...) sob égide da ideologia liberal (...) renunciou-se ao caráter anticíclico dessas políticas na era keynesiana (Carneiro, 2005: 1).

Cano (2007) destaca algumas mudanças no capitalismo a partir da década de 1970, como ampla liberdade para o capital financeiro se apropriar de elevados ganhos setoriais e regionais de toda a ordem, flexibilização das relações capital-trabalho, bem como uma ampla reforma do Estado Nacional, para desmantelando suas estruturas, com a diminuição e extinção de órgãos e instituições, privatização de empresas públicas e etc.

¹ Ver Taxa de desocupação, na semana de referência, das pessoas com 14 anos ou mais de idade; PNAD – Programa Nacional de Amostra de Domicílios / IBGE



De acordo com Braga (1997) a partir da década de 1970 o processo de financeirização altera substancialmente o processo de acumulação de capital. Segundo o autor, a “(...) financeirização passa ser padrão sistêmico de riqueza”.²

Durand e Gueude (2016) analisam que o período foi caracterizado pelo padrão do “lucro sem acumulação”, ou seja, que os ganhos das corporações não eram provenientes, em grande parte, de suas atividades principais (operacionais), mas sim de ganhos financeiros. Os autores destacam que a partir da década de 1970, um esvaziamento de fundos disponíveis para investimento que passaram a ser destinados para pagamentos financeiros.

De acordo com Braga (1997) a financeirização insere seu próprio padrão de acumulação de riqueza no sistema capitalista, alterando tanto a natureza e concepção do dinheiro e do crédito tradicionalmente concebidas, assim como alterações significantes nas estruturas macroeconômicas.

Durand e Gueude (2016) analisam que a financeirização é um processo amplo, com muitas facetas, que vão desde a mudança do comportamento do consumidor, a preeminência de motivos financeiros, o surgimento de novas instituições financeiras e tecnologias e novas regulações macroeconômicas.

Entre os indicadores que sugerem a modificação neste padrão de acumulação, Braga (1997), Davis (2009) e Lazonick e O’Sullivan (2000) destacam os seguintes pontos:

- i. Diferença entre os valores dos papéis negociados e o valor dos serviços e receita das empresas; elevação das operações cambiais descoladas como o comércio internacional da companhia;
- ii. Superação da taxa de crescimento dos ganhos financeiros em relação ao crescimento do produto; aumento da diferença entre os valores das ações das empresas e o PIB; aumento da participação dos lucros financeiros em relação ao operacional.
- iii. Paradigma que o mercado é mais eficiente na decisão de alocar recursos;
- iv. Intensificação da presença do Investidor Institucional³ na estrutura de capital das corporações.
- v. A corporação foi novamente transformada: de uma instituição social a uma mera ficção contratual orientada para valor para o acionista.

Durand e Gueude (2016) afirmam que a financeirização é um processo de suas faces: as empresas aumentam seus pagamentos para o mercado financeiro e suas instituições, e as empresas acumulam seus lucros através de canais financeiros, e não através de comércio e produção (suas atividades operacionais; objetivos principais das companhias).

Braga (1997) chama atenção para o que denomina como “lógica financeira”, isto é, a riqueza de uma corporação não está mais baseada em seus ativos, como máquinas e prédios, mas sim no valor dos seus papéis negociadas no mercado de capital.

Para Durand e Gueude (2016) a relação entre lucros e investimentos é cada vez mais enfraquecida pelo processo da financeirização. Até então, a lógica econômica era que os lucros obtidos das operações das companhias eram reinvestidos para gerarem mais lucros, é revertida.

² Braga, 1997: 195

³ Segundo Sousa (2016) por investidor institucional, entende-se como instituições que administram recursos captados de uma coletividade de pessoa com objetivos comuns. Devido ao enorme volume de recursos envolvidos, estes agentes tem um papel de destaque no mercado de capitais na realização de investimentos.

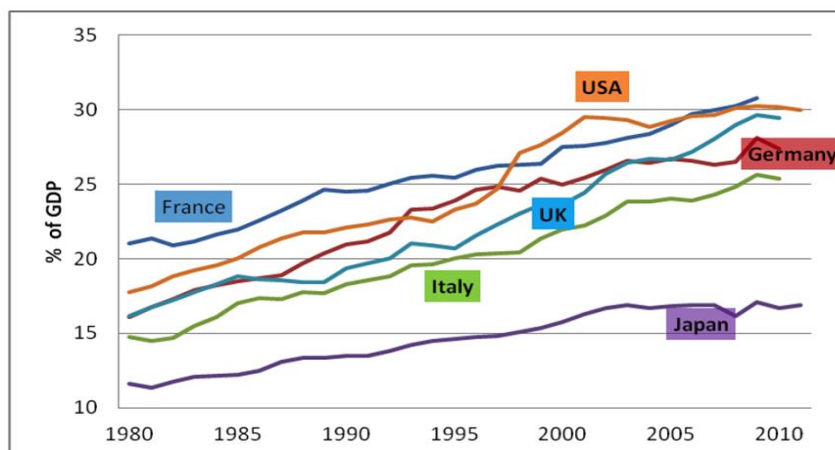


Figura 1- Value added in the financial, insurance and real-estate sector as a share of GDP (1980-2011)⁴

A figura 1 demonstra o aumento do Valor agregado do setor financeiro, seguro e imobiliário como parte do PIB entre os anos de 1980-2011 nas principais economias do mundo. O aumento crescente da participação destes setores no total do produto indicam aumento da relevância de lucros financeiros no total da economia.

Segundo Durand e Gueude (2016), além das considerações já mencionadas, é importante salientar que o processo de financeirização foi também consequência do que os autores chamam de *The Revenge of the Rentiers*⁵.

Interessante levar em consideração que o processo de financeirização alterou consideravelmente o mercado de capitais na sua concepção, no qual a corporação abre seu capital com objetivo de obter mais recursos (investimentos). Para Jensen (1998) o mercado aberto tradicional não é mais atrativo ao investidor. Para o autor, o mercado aberto tradicionalmente concebido não consegue se adaptar em setores que demandam um maior tempo de maturação de seus investimentos, fazendo com que os investidores fiquem atraídos não mais em aportar seus recursos nestas inversões produtivas, mas sim desloca-las para o mercado financeiro, com mais liquidez e retorno mais rápido.

2.2. A Corporação Financeirizada

Para Braga (1997) empresa passa a ter uma nova “Função Objetivo”: *Função Objetivo = f(Fi; Ipt; X)*. Por *Fi* concebe-se os ganhos financeiros da companhia no mercado financeiro, como a valorização do seu capital na Bolsa de Valores, operações de especulação cambial, além daquela necessária a operações do comércio internacional, assim como adoção de um “novo paradigma”, isto é, liquidez como algo estratégico.

Já a variável *Ipt* refere-se à tendência da companhia em flexibilizar seus padrões produtivos e operacionais. Tendência de preferir ganhos de escopo do que escala, visando aumento das opções e variedades dos serviços prestados e produtos produzidos, assim como optar por investimentos multisetoriais, que possam ser utilizados em vários tipos de operações e portfólios de produtos, além de possibilitar que a firme opere em mercados que não são a sua especialidade.

⁴ Durand e Gueude , 2016:9.

⁵ Em tradução literal, “A vingança dos Rentistas”.



Por fim a variável X refere-se ao que o autor denomina como *tradebles* (negociáveis). A produção é espalhada e pulverizada ao redor do mundo, apesar de que a montagem final tende-se a ser no país de origem da companhia, que o exporta para todo globo. A corporação precisa ofertar produtos e serviços que sejam comercializados a nível global.

Durand e Gueude (2016) consideram a difusão da globalização como questão chave para o surgimento desta corporação. Para os autores, sem a devida desregulamentação e processo intenso de globalização, não aconteceria o enfraquecimento da relação entre lucros e investimentos, característica deste tipo de firma.

De acordo com Braga (1997), além destas companhias conseguirem “suprir o mundo” do que ele precisa, corporações que estas características se tornam gigantes de acumulação de capital, tanto do ponto de vista financeira quanto produtivo.

Além disso, com o tamanho destas empresas e com o capital envolvido, estas companhias conseguem desempenhar um papel mais “intervencionista” em seus próprios mercados, como de valorização ou desvalorização de ativos financeiros, além de serem capazes de criarem mercados para seus próprios produtos e serviços.

Essas corporações, sobretudo as pertencentes da tríade dominante, estão implementando a rede do mercado mundial em produção, comércio, tecnologia, dinheiro e finanças. Neste sentido, são empresas que fornecem base material para uma efetiva globalização dos negócios. Vale dizer, enquanto agentes de produção que simultaneamente operam com grande massas monetárias líquidas, estão sendo capazes de redefinir a territorialidade econômica a partir dos interesses do mundo dos negócios (Braga, 1997:218).

2.3. Transformações e Consequências macroeconômicas

Entretanto, para que estas modificações no comportamento sistêmico das corporações são balizadas também em mudanças substanciais na ordem macroeconômica. Segundo Braga (1997) a partir da década de 1970 ocorreram alterações significativas no papel e uso do dinheiro e crédito, nas restrições impostas aos bancos centrais e na dívida pública, bem como na relação entre a circulação industrial e financeira.

Entretanto, uma mudança substancial está na concepção em relação ao papel dos juros. Este passa a se conceber como uma fusão entre a forma de juros (financeiro) e lucro (operacional). Já o dinheiro, meio de pagamento de curso forçado estatal, supera sua existência material, e seu uso deixa de ser de monopólio dos bancos centrais, uma vez que os pagamentos podem ser realizados através de ativos financeiros; dinheiro passa a ser preterido a ativos financeiros de “quase moeda”.

O juro sobre o dinheiro deve ser compreendido como manifestação máxima do capital enquanto pura propriedade, enquanto mercaria plena, como ativo estratégico peculiar de uma economia monetária, gerida por empresas, cujo objetivo último não é a troca de mercadorias por mercadorias, mas sim o circuito dinheiro- mercadoria-mais dinheiro. (...) estamos, portanto, num universo de dinheiros que combinam liquidez com rentabilidade (...) não se trata de reter moeda, dinheiro, para dela abrir mão quando a taxa de juros atender o cálculo expectacional. Pode-se estar quase-líquido desfrutando já dos juros correntes. Os ativos geradores de juros, funcionando como quase-moeda, permitem gerir e gerar riqueza financeira numa velocidade e amplitude antes inexistentes (Braga, 1997:223-224)

Outra alteração substancial refere-se ao papel do crédito. As empresas não ficam, neste regime de financeirização, sujeitas ao capital de seus sócios e próprios. Para Davis (2009), a função bancária tem sido cada vez mais suplantada por mercado Intermediação de capitais, e a tradicional distinção entre banco comercial (que realiza depósitos e empréstimos) é dissolvido



através da desregulamentação e do uso expansivo da securitização⁶; a separação tradicional da indústria e das finanças também foi completamente violada.

Uma das consequências disso foi a Crise do Crédito iniciada em 2007 (Crise do Subprime), que segundo próprio Davis (2009) ilustra o novo enigma de financiamento baseado no mercado. As consequências da crise financeira se espalham muito além dos serviços financeiros: a contração no crédito levou a queda abrupta no consumo, derrubando dezenas de varejistas, deixando a bancarrota indústria automobilística americana à beira de esquecimento. “The risks in the new financial system are unpredictable, as the financial crisis demonstrated”⁷ comenta o autor.

As consequências desta crise são também mencionadas por Carneiro (2010). Para ele, a Crise do Subprime é uma consequência de um Sistema Financeiro desregulado, e seus desdobramentos fazem refletir acerca das contradições do atual padrão de riqueza, bem como demanda uma nova maneira de regulamentar este padrão de acumulação capitalista.

O descolamento entre valor de mercado e valor fundamental tem uma implicação essencial, mas que só se revelará quando do estouro da bolha, pois, num primeiro momento, ele não tem importância, dado o interesse na valorização do ativo subjacente. (...) formação da bolha ocorre, como já assinalado, pela ampliação do valor da riqueza financeira ou imobiliária com um duplo efeito sobre o consumo: a redução da propensão a consumir e o aumento do endividamento. No caso do endividamento, ele pode ocorrer com base em financiamento direto para o consumo ou para a realização de ganhos de capital. Neste último caso, ele teve como motivação o refinanciamento da propriedade imobiliária a partir de sua valorização (Carneiro, 2010:49-50).

Contudo, Davis (2007) chama atenção para a significativa mudança ocorrida no sistema financeiro norte-americano, principalmente pelo processo de securitização, que segundo o autor, transformou consideravelmente o comportamento e papel dos bancos na economia. Para ele, Securitização forneceu um modelo de negócios alternativo para os bancos: ao invés de fazer empréstimos e mantendo-os em seu balanço, os bancos poderiam originar empréstimos e, em seguida, revendê-los, para ser transformado em títulos e comercializados para investidores institucionais.

Banking in the US has seen a fundamental shift since the 1980's, as the traditional banking function has been increasingly supplanted by market based intermediation. The result has been a large-scale restructuring of the financial services industry and a blurring of the boundaries around what we think of as finance. The long-standing distinction between commercial banking—taking in deposits and making loans—and investment banking—underwriting and dealing in securities—has effectively dissolved through deregulation and the expansive use of securitization (Davis, 2009:102)

Lazonick e O'Sullivan (2000) destacam que a lógica financeira, como já mencionado anteriormente, gerou considerável queda na geração de novos postos de trabalho; autor critica que os investimentos para geração de novos postos de trabalho não foram acompanhados pelos investimentos das empresas. Segundo os autores, os gestores das corporações estão focados na redução da despesa com pessoal e preocupados na distribuição de suas receitas para aumentar os valores de suas companhias na bolsa de valores.

⁶ “Wall Street” is now everywhere, as gas station proprietors speculate in oil futures to hedge their business against shocks in the Middle East, American homeowners find their mortgages owned by Norwegian villagers, and Midwestern toll roads end up being owned by Australian pension funds” (Davis, 2009:012).

⁷ Davis, 2009:107.



A queda na geração de postos de trabalho pode estar relacionada com a queda no volume de investimentos, uma vez que os lucros ao invés de serem reinvestidos, passam a ser distribuídos entre seus acionistas.

(...) declining employment security, falling job tenures and the significant costs of job loss that many, if not most, American have experience in the 1990's reflect a longer run trend, dating back to 1970's towards a persistent worsening of the distribution of income in the United States. (...) compared with the 1960's and 1970's, upward shift in corporate pay-out ratios occurred in the 1980's and 1990's. In 1980, when profits declined 17% (the largest profits decline since the 1930's), dividends rose by 13%, and the pay-out ratio shup up 15 points to 57% (Lazonick e O'Sullivan, 2000: 22-29).

Entre as consequências geradas por este novo padrão sistêmico de riqueza da financeirização, de acordo com Lazonick e O'Sullivan (2000), fez com que aumentasse o nível de desigualdade de renda entre os americanos, com expressiva queda no nível de salários.

Outra consequência macroeconômica consiste na disponibilização de recursos financeiros para financiamento de projetos e maturação de novas tecnologias, como o caso das empresas de tecnologia instaladas no Vale do Silício. De acordo com Mowery e Rosenberg (2005) o avanço das empresas de tecnologia nos EUA tiveram como pano de fundo a disponibilização de consideráveis volume de recursos financeiros, assim como forte presença estatal.

3. Procedimentos Metodológicos

Para atingir os objetivos mencionados anteriormente, este trabalho analisa dados quantitativos contábeis publicados por empresas de capital aberto, que negociam ações ordinárias na BMF/BOVESPA, no período no período de 2007 à 2016, disponibilizado pelo Portal ComDinheiro⁹.

Para melhor caracterização do processo de financeirização, optou-se por dividir as companhias entre corporações que tem suas atividades principais na esfera produtiva, daquelas que atuam no mercado financeiro, holdings ou em conglomerados de participações. Esta segmentação levou e conta as informações prestadas por estas empresas em suas publicações anuais, disponibilizada no registro cadastral das próprias companhias listadas na bolsa.

A análise dos dados foi dividida em dois momentos: primeiro, é analisado alguns indicadores de financeirização das empresas abordadas, seguido pela análise entre receitas financeiras e atividade econômica.

3.1. Os Indicadores de Financeirização

Entre os indicadores de financeirização utilizados, o trabalho optou em analisar:

1. **Receitas Financeiras / EBIT:** relação entre as Receitas Financeiras (receitas provenientes de aplicações financeiras realizadas pelas companhias, que não tem ligação com as suas receitas operacionais) das corporações relacionadas com seu EBIT¹⁰ (*Earning Before*

⁸ Para apuração do período, a data refere-se ao dia 31 de março de cada ano escolhido, data esta limite para que as empresas de capital aberto publiquem seus balanços e relatórios financeiros.

⁹ Portal Comdinheiro é uma ferramenta web que disponibiliza dados do mercado financeiro brasileiro, a preços mais acessíveis do que as ferramentas tradicionais, como a Economática, por exemplo. Mais informações acesse <https://www.comdinheiro.com.br/home2/>.

¹⁰ Refere-se uma medida contábil que afere o lucro mais relacionado ao resultado de natureza operacional, não incluindo resultado financeiro, dividendos ou juros sobre o capital próprio, resultado de equivalência patrimonial e outros resultados não operacionais.



Interest and Taxes, também chamado no Brasil de LAJIR, isto é, Lucro antes dos Juros e Tributos (imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido). Hipótese é que quanto maior esta relação, maior o peso das receitas financeiras das empresas em relação a sua atividade principal, caracterizando assim indícios de financeirização.

2. **Controle Acionário:** análise do padrão de estrutura de capital de companhias que possuem ações ordinárias na BMF/BOVESPA no que se refere ao controle exercido entre os 5 maiores acionistas controladores. É analisado qual a percentagem de valor de mercado na data de apuração de pessoas físicas (PF) e pessoas jurídicas (PJ), e destas, qual a percentagem de valor de mercado é controlado por investidores institucionais. Espera-se que empresas controladas por investidores institucionais tendem a distribuir mais proventos do que “reter para investir” (ver revisão bibliográfica); proventos são mais privilegiados do que os investimentos.
3. **Evolução dos Proventos em relação aos Investimentos e Lucro Líquido:** análise da distribuição dos proventos das companhias com ações ordinárias na BMF/BOVESPA (Dividendos, Juros sobre Capital Próprio, Bonificação Direitos de Subscrição, dentre outros), comparado com a evolução da despesa com investimento, assim como do resultado do Lucro Líquido. Hipótese é que uma evolução maior de no total distribuído por proventos, quando comparado com a despesa de investimentos realizada e lucro líquido, maior o efeito financeirização nesta companhia.
4. **Empresas Financeiras e Não Financeiras:** análise da relação entre valor de mercado e do lucro líquido das empresas financeiras em relação às empresas não financeiras. Hipótese é que caso haja uma diferença considerável entre as empresas, com vantagem para aquela, que o setor financeiro ganha vantagem em relação ao setor produtivo, o que pode caracterizar indícios de financeirização.
5. **Evolução das Despesas Financeiras:** análise da evolução das despesas financeiras de empresas não financeiras. Hipótese é que um aumento das despesas financeiras pode comprometer recursos destinados ao investimento e as suas operações; aumento de despesas financeiras pode comprometer o lado produtivo da economia (ver revisão bibliográfica).

3.2.Receitas Financeiras em relação a Atividade Econômica

Objetivo desta análise é verificar se em momentos de oscilação econômica as receitas financeiras tendem a tomar rumos diferentes. Ou seja, hipótese é que em momentos de crescimento econômico ruim, as companhias tendem a aumentar suas aplicações financeiras, como estratégia para enfrentar a crise. O inverso também tende a ser verdade, isto é, em momentos de retomada do crescimento, as aplicações financeiras tendem a diminuir para dar lugar a despesa com novos investimentos.

Para realização desta análise este trabalho optou por:

1. Relação entre evolução das Receitas Financeiras x EBIT: visa, através da comparação entre a evolução das Receitas Financeiras (indicador de financeirização) e EBIT (resultado operacional da empresa), verificar se possuem tendências de comportamento diferentes.
2. Correlação: verificar o coeficiente de correlação entre evolução das receitas financeiras e EBIT, valores referenciados ao ano de 2007 (2007=100%). A análise deste coeficiente complementa análise do item anterior.

4. Resultados e Discussões

4.1. Receitas Financeiras x EBIT

No que refere-se a evolução da Receita Financeira (RF) em relação ao EBIT, observa-se que durante quase todo o período de 2007 à 2016, a RF teve uma evolução maior, bem como demonstra a figura 2. Sua evolução também está acima dos investimentos registrados no período. Na relação entre RF/EBIT, observa-se uma relação acima durante o período, bem como demonstra a tabela 1, que nos sugere que os ganhos financeiros de companhias da esfera produtiva foram maiores que em seus resultados operacionais.

ANO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
RF/EBIT	2,0	1,5	1,6	2,0	1,1	1,6	1,1	2,4	1,1	1,9	1,9

¹ Exclui-se empresas financeiras, bancos, holdings, etc. Ver Metodologia.

Fonte: ComDinheiro; elaboração própria.

Esta contestação vai ao encontro do que foi publicado por Unctad (2016) que revela uma tendência de financeirização das empresas brasileiras. O relatório apontou a tendência de redução dos investimentos produtivos e maior participação dos ativos financeiros nos balanços das companhias. Segundo a entidade, a tendência a financeirização contribuiu para ampliação do aumento das desigualdades de renda, no enfraquecimento da demanda agregada, crescimento do desemprego, bolhas financeiras, entre outros.

4.2. Controle Acionário

No período de 2007 à 2016, nas empresas relacionadas à esfera produtiva (ver metodologia), observa-se que quase totalidade das mesmas são controladas por pessoas jurídicas. A tabela 2 analisa relaciona o valor de mercado controlado por cada tipo de pessoa. Durante o período, observa-se quase inalterado o valor de mercado controlado por cada tipo de pessoa, com uma pequena perda para o tipo pessoa física (PF) que controlava cerca de 3,5% para 2,9% do valor de mercado.

ANO	JURIDICA	FISICA
2007	96,5%	3,5%
2008	96,3%	3,7%
2009	96,3%	3,7%
2010	96,9%	3,1%
2011	96,9%	3,1%
2012	96,9%	3,1%
2013	96,9%	3,1%
2014	97,1%	2,9%
2015	97,1%	2,9%
2016	97,1%	2,9%

¹ Exclui-se empresas financeiras, bancos, holdings, etc. Ver Metodologia.

Fonte: ComDinheiro; elaboração própria.

Já os acionistas PJ com controle nas respectivas companhias, também se observa inalterado o valor de mercado controlado por acionistas institucionais ou não. Observa-se uma pequena perda percentual dos acionistas PJ institucionais, que passam de 43,9 para 42,1% no período observado (ver tabela 3)

TABELA 3- VALOR DE MERCADO - CONTROLE INSTITUCIONAL E NÃO INSTITUCIONAL - ESFERA PRODUTIVA ¹		
ANO	INSTITUCIONAIS	NÃO INSTITUCIONAIS
2007	43,9%	56,1%
2008	45,9%	54,1%
2009	45,2%	54,8%
2010	45,3%	54,7%
2011	45,2%	54,8%
2012	45,3%	54,7%
2013	45,3%	54,7%
2014	42,1%	57,9%
2015	42,1%	57,9%
2016	42,1%	57,9%

¹ Exclui-se empresas financeiras, bancos, holdings, etc. Ver Metodologia.

Fonte: ComDinheiro;elaboração própria.

4.3.Proventos em relação aos Investimentos e Lucro Líquido

No que tange a evolução dos proventos em relação ao Lucro Líquido (LL), observa-se que apesar do LL das companhias da esfera produtiva ter diminuído muito em relação ao ano de 2010, os proventos distribuídos caíram num ritmo muito inferior, bem como demonstra a tabela 4.

TABELA 4- EVOLUÇÃO DOS PROVENTOS, LUCRO LÍQUIDO E INVESTIMENTOS DE EMPRESAS ESFERA PRODUTIVA (2010=100%) ¹					
ANO	PROVENTOS	LUCRO LIQUIDO	INVESTIMENTOS	PROV/INV	LL/INV
2010	100,0%	100,0%	100,0%	127,6%	168,0%
2011	56,9%	141,6%	81,0%	89,6%	293,6%
2012	61,3%	118,1%	112,1%	69,8%	177,0%
2013	62,7%	70,8%	169,5%	47,2%	70,2%
2014	71,5%	72,4%	256,9%	35,5%	47,3%
2015	71,6%	19,0%	227,2%	40,2%	14,1%
2016	74,6%	-50,4%	211,4%	45,0%	-40,1%

¹ Exclui-se empresas financeiras,bancos, holdings, etc. Ver Metodologia.

Fonte: ComDinheiro;elaboração própria.

Contudo, quando se analisa a relação entre proventos e investimentos (coluna PROV/INV), apenas no ano de 2010 os proventos distribuídos foram maiores que os

investimentos realizados. Na tabela 4, a evolução a despesa com investimentos é único item que cresce em relação a 2010.

Já a relação Lucro Líquido e investimentos (coluna LL/INV) observa-se que entre 2010 à 2012, o LL foi maior que a despesa com os investimentos. A tendência inverte-se de 2013 à 2016, decorrente principalmente do fraco desempenho do LL das empresas da esfera produtiva.

4.4. Empresas Financeiras e Não Financeiras

Na análise da evolução do valor de mercado de empresas não financeiras em relação a empresas financeiras, observamos que durante o período analisado, as empresas dos ramos financeiros obtiveram tanto um valor de mercado quanto lucro líquido superior ao das empresas não financeiras. Os valores de mercado das empresas financeiras cresceram cerca de 34,9% no período, enquanto das empresas financeiras expandiu seu valor na bolsa em cerca de 26,2%, conforme demonstra tabela 5.

TABELA 5- VALOR DE MERCADO E LUCRO LÍQUIDA DE EMPRESAS FINANCEIRAS E NÃO FINANCEIRAS (2007=100%)				
ANO	EMPRESAS FINANCEIRAS		EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS	
	VALOR DE MERCADO	LUCRO LIQUIDO	VALOR DE MERCADO	LUCRO LIQUIDO
2007	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
2008	103,4%	134,5%	104,7%	112,0%
2009	104,1%	129,8%	107,2%	108,9%
2010	114,5%	188,3%	112,8%	120,2%
2011	114,6%	241,5%	113,4%	192,8%
2012	114,6%	269,2%	114,6%	158,0%
2013	117,4%	256,7%	114,7%	70,1%
2014	120,8%	312,3%	126,0%	70,7%
2015	137,4%	395,3%	126,1%	4,5%
2016	134,9%	471,7%	126,2%	-85,7%

Fonte: ComDinheiro; elaboração própria.

Contudo, a diferença considerável está quando se analisa o Lucro Líquido. Enquanto as empresas financeiras obtiveram um aumento de aproximadamente 371,7% em relação a 2007 (valores correntes), as empresas não financeiras apresentaram resultados em 2016 muito aquém do realizado em 2007, com uma queda de 85% no seu Lucro Líquido.

Interessante notar que o lucro das empresas financeiras consegue se expandir tanto nos períodos de crescimento do produto (PIB) que em período de recessão econômica, o que nos sugere que estas empresas conseguem multiplicar seu capital deslocado com a performance produtiva da economia.

4.5. Evolução das Despesas Financeiras

No que se refere a evolução da despesa de empresas não financeiras com despesas financeiras, observa-se que entre o ano de 2007 à 2016, os valores cresceram na ordem de 500%, crescimento este muito maior do que qualquer outro indicador apresentado anteriormente neste trabalho.

TABELA 6- DESPESAS FINANCEIRAS (2007=100%)	
ANO	DESPESAS FINANCEIRAS
2007	100,0%
2008	97,0%
2009	183,2%
2010	139,3%
2011	139,4%
2012	219,5%
2013	228,6%
2014	292,1%
2015	400,2%
2016	600,3%

Fonte: ComDinheiro; elaboração própria.

Apesar do aumento substancial das despesas financeiras não representar por si só indicador de financeirização, pode ser um importante alerta sobre a estrutura do sistema financeiro brasileiro e seus impactos na esfera produtiva da economia.

Apesar de não ser alvo deste trabalho analisar a estrutura e papel das instituições financeiras do Brasil, assim como verificado na economia americana, com reestruturação dos bancos comerciais, os agentes financeiros no Brasil podem ter tirado grande vantagem do processo de financeirização da economia.

4.6.Receitas Financeiras em relação a Atividade Econômica

No que se refere a evolução das receitas financeiras e o EBIT das empresas não financeiras listadas, observa-se uma tendência inversa entre evolução das receitas financeiras e EBIT (ver figura 2).

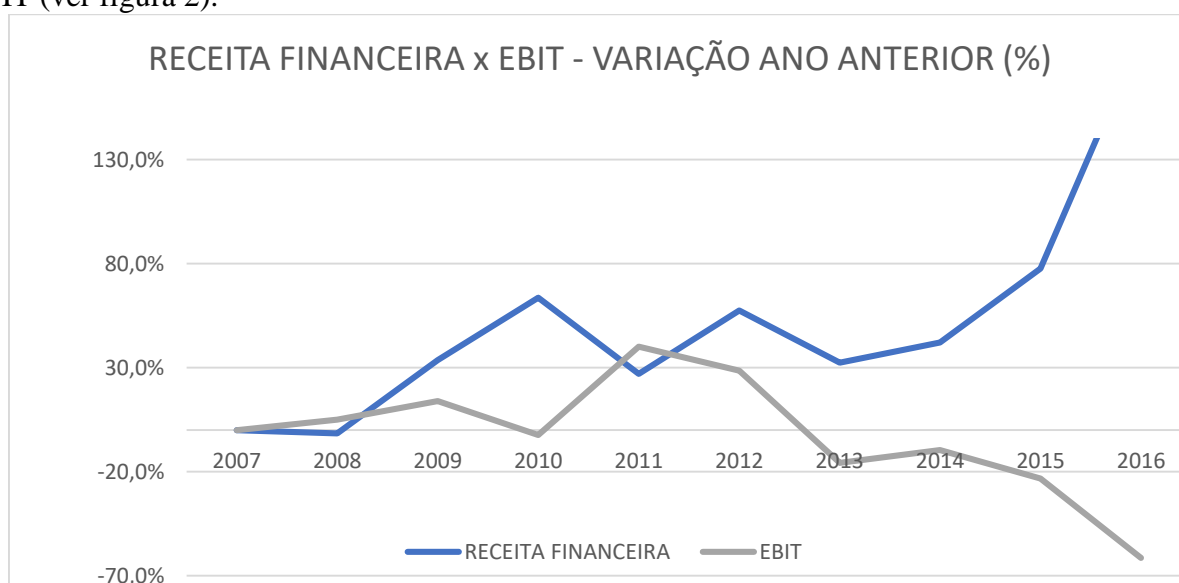


Figura 2 - Receitas Financeiras x EBIT - Variação em relação ao ano anterior (%); Fonte: Comdinheiro; elaboração própria.



Comparando a variação das receitas financeiras e EBIT, em relação ao ano anterior, observa-se que em momentos de crescimento do EBIT as receitas financeiras apresentaram queda, e em momentos de queda no EBIT observa-se um crescimento das receitas financeiras.

Esta observação fica mais latente quando se compara os dados a partir de 2013, quando a economia apresentou indícios de recessão, intensificando no ano de 2016, período em que o PIB variou -3,6% em relação a 2015 em termos reais (descontado a inflação). Neste período de forte recessão, observa-se além da queda do PIB, uma descricção de cerca de 65% do EBIT das empresas listadas, enquanto as receitas financeiras das mesmas empresas aumentaram 189%! Tal crescimento é observada na figura 2.

Ao analisar o coeficiente de correlação entre o evolução do EBIT e receitas financeiras, esta análise se confirma. O resultado de -0,7 indica uma correlação forte inversa, isto é, que a evolução dos respectivos indicadores tem considerável relação inversa.

5. Considerações Finais

A financeirização entendida como um processo em si mesmo, representando um novo padrão de acumulação de riqueza, é um fenômeno econômico inegável e que vem apresentando significativas mudanças não só na acumulação de capital, mas também causando consideráveis impactos sociais.

Ao modificar o uso do dinheiro, do crédito, da reorientação as instituições financeiras que deixam de ter o papel clássico de intermediador entre poupadores e deficitários, para competir por recursos financeiros, a financeirização cria novos paradigmas e desafios econômicos.

Principal deles é no deslocamento entre a riqueza financeira sem lastro produtivo, ou como mencionado anteriormente neste trabalho, “lucro sem acumulação”, o que pode gerar problemas como as bolhas especulativas ou então a crise de hipotecas Subprime, que levou o sistema capitalista para sua maior crise pós 1930.

Apesar dos indicadores utilizados por este trabalho não serem suficientes por si só para indicar financeirização da economia brasileira, observa-se forte tendência de empresas da esfera produtiva brasileira em ampliar a relação entre Receitas Financeiras e seu resultado operacional (EBIT), bem como Unctad (2016) já havia indicado.

Trabalho observa-se que quase metade das empresas da esfera produtiva, com ações ordinárias listadas na BMF/BOVESPA no período de 2007 à 2016, eram controladas por pessoas jurídicas institucionais, como fundos de pensão, investimentos, bancos de investimentos, dentre outros. Este pode ser um dos motivos que faz com que os proventos (todos eles, desde dividendos, juros de capital próprio e etc), continuarem sendo distribuídos entre os acionistas, apesar da considerável diminuição do lucro líquido destas companhias no período de análise do trabalho.

Outro fator que merece destaque é a diferenciação entre os resultados de valor de mercado e lucro líquido das empresas financeiras das não financeiras. Seja em período de crescimento do PIB ou de recessão, empresas do setor financeiro aumentaram consideravelmente seus resultados em relação a companhias da esfera não financeira.

Fica mais claro estes resultados quando analisamos a evolução das despesas financeiras de empresas da esfera produtiva: de 2007 à 2016 a despesa aumentou em cerca de 500% (valores correntes) o que nos indica do esforço que estas empresas tem que realizar para fazer frente a estes compromissos.

Contudo, observa-se também uma relação inversa entre evolução do EBIT (resultado operacional da empresa) e evolução das receitas financeiras. Bem como demonstrado



anteriormente, em momentos de baixo resultado operacional (EBIT), maior tendência em se elevar os resultados financeiros da companhia. Estariam, então, estas empresas apresentando tendências de financeirização, ou apenas diversificando suas aplicações para sobreviverem em momentos de crise e incerteza econômica?

Seja qual for a resposta, ao encontrar oportunidades de multiplicação do capital no setor financeiro com mais segurança, o capital tende a migrar. Apesar de não ser objetivo deste trabalho, o Brasil apresenta condições macroeconômicas que favorecem o setor financeiro, como uma das maiores taxas de juros reais do mundo, que concedem generosos rendimentos a um risco quase zero.

Resta saber se uma macroeconomia menos favorável ao setor financeiro manteria ainda tendências de financeirização ou não, resultando em “lucro sem acumulação”, conforme mencionado anteriormente.

Para uma melhor caracterização do processo de financeirização, é necessário que outros indicadores sejam considerados, como se empresas controladas por investidores institucionais tendem a distribuir mais proventos do que aquelas controladas por outros tipos de investidores, ou então se empresas mais alancadas tendem ter resultados mais positivos que aquelas com maior liquidez.

Entretanto, trabalho evidencia o papel de destaque que o setor financeiro possui na economia brasileira, e que o respetivo mercado compete acirradamente por recursos, impactando consideravelmente o lado produtivo da economia brasileira.

6. Referências

- BRAGA, J.C.S. Financeirização Global. In Tavares, M. C. e Fiori, J. L. **Poder e Dinheiro**. Rio de Janeiro: Vozes. P. 212 a 242, 1997
- CANO, WILSON. **Uma agenda nacional de desenvolvimento**. Texto de Discussão 183. Campinas: Instituto de Economia, 2010
- _____. **A desindustrialização do Brasil**. Texto de Discussão 200. Campinas: Instituto de Economia, 2012
- CARNEIRO, Ricardo. A supremacia dos mercados e a política econômica do Governo Lula. **Política Econômica em Foco Nº 7**, Campinas, 2005.
- _____. O Brasil Frente à Crise Global. **Interesse Nacional** – abrII/junho 2009
- _____. Dinâmica e crise do capitalismo com dominância financeira in: CARNEIRO, Ricardo; MARCOLINO, Luiz Cláudio (ORG's). **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira**. São Paulo : Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda., 2010
- DAVIS, Gerald F. **Managed By The Markets: How Finance Reshaped America**. Oxford University Press. New York, 2009
- DURAND, Cédric; GUEUDE, Maxime. **The Investment-Profit nexus in an Era of Financialisation and Globalisation: A Profit-centred Perspective**. Working Paper 1614. Post Keynesian Economics Study Group. July, 2016
- JENSEN, M. O eclipse do grupo empresarial de capital aberto. In Montgomery, C. e Porter, M.(orgs.) **Estratégia**. Rio de Janeiro: Campus, 1998
- LAZONICK, W. e O'SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. **Economy and Society**, vol.29 n.1, 2000
- MOWERY, D. C. e ROSENBERG, N. **Trajetórias da Inovação – mudança tecnológica nos Estados Unidos da América no século XX**. Clássicos da Inovação. Editora da Unicamp. Campinas, 2005



I SIMPÓSIO SUL-MATO-GROSSENSE DE ADMINISTRAÇÃO

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades. CARNEIRO, Ricardo; MARCOLINO, Luiz Cláudio (ORG's). **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira**. São Paulo : Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda., 2010

SOUSA, Edimilson Patrocínio de. **Evidências Internacionais dos Efeitos de atuação de investidores institucionais na anomalia de accruals**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 2016

UNCTAD -United Nations Conference On Trade And Development. **Trade And Development Report, 2016**. New York: United Nations, 2016