



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Marcos da Silva Fernandes

FINANCEIRIZAÇÃO E FRAGILIDADE FINANCEIRA: ASPECTOS TEÓRICOS E  
ANÁLISE EMPÍRICA DAS FIRMAS NÃO-FINANCEIRAS NO BRASIL ENTRE 2010 E  
2019

Rio de Janeiro

2023

Marcos da Silva Fernandes

FINANCEIRIZAÇÃO E FRAGILIDADE FINANCEIRA: ASPECTOS TEÓRICOS E  
ANÁLISE EMPÍRICA DAS FIRMAS NÃO-FINANCEIRAS NO BRASIL ENTRE 2010 E  
2019

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Doutro em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Norberto Montani Martins

Rio de Janeiro

2023

### CIP - Catalogação na Publicação

F363f      Fernandes, Marcos da Silva  
            Financeirização e fragilidade financeira:  
aspectos teóricos e análise empírica das firmas não  
financeiras no Brasil entre 2010 e 2019 / Marcos da  
Silva Fernandes. -- Rio de Janeiro, 2023.  
            144 f.

            Orientador: Norberto Montani Martins.  
            Tese (doutorado) - Universidade Federal do Rio  
de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós  
Graduação em Economia, 2023.

            1. Financeirização. 2. Fragilidade financeira. 3.  
firmas não-financeiras. I. Martins, Norberto  
Montani, orient. II. Título.

Marcos da Silva Fernandes

FINANCEIRIZAÇÃO E FRAGILIDADE FINANCEIRA: ASPECTOS TEÓRICOS E  
ANÁLISE EMPÍRICA DAS FIRMAS NÃO-FINANCEIRAS NO BRASIL ENTRE 2010 E  
2019

Tese apresentada ao Programa de Pós-  
Graduação em Economia da Universidade  
Federal do Rio de Janeiro, como requisito para  
a obtenção do título de Doutro em Economia.

Rio de Janeiro, 31 de maio de 2023.

---

Prof. Dr. Norberto Montani Martins - Presidente  
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

---

Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula  
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

---

Prof.<sup>a</sup>. Dra. Denise Lobato Gentil  
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

---

Prof.<sup>a</sup>. Dra. Carmem Aparecida do Valle Costa Feijó  
Universidade Federal Fluminense (UFF)

---

Prof. Dr. Marco Antonio Martins da Rocha  
Universidade de Campinas (UNICAMP)

## AGRADECIMENTOS

A finalização deste trabalho foi possível somente por, ao longo desta jornada, ter pessoas e instituições que, ao mesmo tempo em que me deram todo o suporte necessário para a realização desta tese, me incentivaram a seguir em frente nos diversos momentos difíceis que tive nesta trajetória. Agradeço aqui então, nominalmente, a aqueles que contribuíram diretamente para que eu chegasse até aqui.

Primeiramente agradeço ao Norberto pela orientação durante a realização deste trabalho, que, apesar de nunca termos tido a oportunidade de nos reunirmos presencialmente, esteve ao meu lado nos últimos três anos no desenvolvimento desta tese. A discussão teórica apresentada neste trabalho são, em última medida, resultado das várias reflexões que realizamos em diversas reuniões. Além disso, não posso deixar de enaltecer todo o apoio, cuidado e confiança que você sempre teve nesta relação de orientação.

Agradeço aos professores Luiz Fernando de Paula, Denise Gentil, Carmem Feijó e Marco Antonio Rocha por prontamente aceitarem o convite para participarem da minha banca. É um privilégio apresentar este trabalho para pessoas que sempre foram referência para mim ao longo da minha trajetória acadêmica.

À Universidade Federal do Tocantins e em especial ao colegiado do curso de Ciências Econômicas, que permitiram que me afastasse das minhas atividades de docência para a realização do meu doutorado.

Ao Instituto de Economia da UFRJ, todos os seus professores e funcionários, que sempre me ofereceram toda a estrutura necessária para o desenvolvimento desta tese. Foram anos de grande aprendizado e desenvolvimento acadêmico que tive neste espaço.

Agradeço à minha família, em especial aos meus pais e irmão, que sempre estão ao meu lado me apoiando, mesmo nos momentos mais difíceis.

Por fim, agradeço à minha esposa Rayani, que foi minha grande companheira ao longo do doutorado. Esta tese também é sua, afinal foi em você que busquei forças para não desistir de tudo ainda em 2019 e desde então seria impossível eu concluir esse trabalho sem o seu apoio. Obrigado pela paciência e companheirismo ao longo desse período, você me ensina e me inspira diariamente.

## RESUMO

Nos últimos cinquenta anos a economia global viu um aumento expressivo dos mercados financeiros, tanto em termos de tamanho quanto na sua importância da dinâmica das economias. Alinhado com estas mudanças, a literatura passa a dedicar uma maior atenção aos efeitos negativos trazidos pela denominada financeirização da economia. Ao mesmo tempo, as sucessivas crises financeiras vivenciadas neste período trazem de volta a atenção aos trabalhos de Hyman Minsky, em especial à sua Hipótese da Instabilidade Financeira que busca apresentar o caráter endógeno do aumento da fragilidade financeira dos agentes ao longo do ciclo econômico. Apesar da atenção voltada a esses dois temas, pouco esforço foi empreendido na compreensão das conexões entre a financeirização e a fragilidade financeira. Tendo isso em vista, o presente estudo objetivou analisar em um âmbito teórico essa conexão, bem como, a partir de uma estimação econométrica, analisar a relação existente entre a financeirização e a fragilidade das firmas não-financeiras de capital aberto no Brasil entre 2010 e 2019. A análise da fragilidade das firmas brasileiras apresentou que entre 2007 e 2019 temos uma grande oscilação na posição financeira das firmas dentro da taxonomia minskyana. Essa oscilação aparenta estar associada às mudanças no ciclo de crescimento econômico e de taxa de juros da economia. Já ao analisar o processo de financeirização das firmas entre 2010 e 2019 não foi possível perceber a adoção de uma estratégia rentista por parte delas, dada a queda na relação entre ativos financeiros e imobilizado e uma baixa participação de receitas financeiras no seu fluxo de caixa. Observou-se, entretanto, que ao longo do período de análise as empresas aumentaram o seu nível de alavancagem, podendo esse processo estar associado à uma financeirização dos seus passivos. Além disso, observou-se que apenas uma pequena parcela dos lucros das firmas é distribuída na forma de dividendos. Os resultados do modelo econométrico apresentaram que o aumento na proporção de ativos financeiros no balanço das firmas e o aumento na proporção de lucros distribuídos como dividendos está associado a um menor nível de fragilidade das firmas. Enquanto isso, uma maior dependência de receitas de fontes financeiras e uma maior alavancagem estão associadas a um maior nível de fragilidade financeira.

**Palavras-chave:** financeirização; fragilidade financeira; firmas não-financeiras.

## ABSTRACT

In the last fifty years, the global economy has seen a significant increase in financial markets, both in terms of size and their importance in the dynamics of economies. In line with these changes, the literature began to devote greater attention to the negative effects brought about by the so-called financialization of the economy. At the same time, the successive financial crises experienced in this period bring back attention to the works of Hyman Minsky, in particular his Financial Instability Hypothesis, which seeks to present the endogenous nature of the increase in financial fragility of agents throughout the economic cycle. Despite the attention paid to these two themes, little effort has been made to understand the connections between financialization and financial fragility. With that in mind, the present study aimed to analyze this connection in a theoretical context, as well as, based on an econometric estimation, to analyze the relationship between financialization and the fragility of publicly traded non-financial firms in Brazil between 2010 and 2019. The analysis of the fragility of Brazilian firms showed that between 2007 and 2019 we have a large fluctuation in the financial position of firms within the Minskyan taxonomy. This oscillation appears to be associated with changes in the cycle of economic growth and interest rates in the economy. When analyzing the financialization process of firms between 2010 and 2019, it was not possible to perceive the adoption of a rentier strategy by them, given the drop in the ratio between financial assets and fixed assets and a low participation of financial income in their cash flow. It was observed, however, that over the period of analysis the companies increased their level of leverage, and this process may be associated with a financialization of their liabilities. Furthermore, it was observed that only a small portion of firms' profits is distributed in the form of dividends. The results of the econometric model showed that the increase in the proportion of financial assets in the balance sheets of firms and the increase in the proportion of profits distributed as dividends is associated with a lower level of fragility of firms. Meanwhile, greater dependence on income from financial sources and greater leverage are associated with a higher level of financial fragility.

**Keywords:** financialization; financial fragility; non-financial firms.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
<b>1 FINANÇEIRIZAÇÃO E FRAGILIDADE FINANCEIRA DAS EMPRESAS ...</b>	<b>14</b>
1.1 O FENÔMENO DA FINANÇEIRIZAÇÃO NO NÍVEL DAS EMPRESAS.....	16
1.1.1 <b>Financeirização e a transformação das firmas não-financeiras .....</b>	<b>18</b>
1.1.2 <b>Maximização do valor do acionista e a financeirização “de fora para dentro” ...</b>	<b>22</b>
1.1.3 <b>Financeirização de “dentro para fora” e o problema de escolha de portfólio .....</b>	<b>25</b>
1.1.4 <b>Mudanças no interior das firmas financeirizadas .....</b>	<b>27</b>
1.2 FRAGILIDADE FINANCEIRA .....	30
1.2.1 <b>Restrição de sobrevivência, margem de segurança e fragilidade financeira .....</b>	<b>32</b>
1.3 FINANÇEIRIZAÇÃO E FRAGILIDADE FINANCEIRA .....	35
1.3.1 <b>Aumento de ativos financeiros e fragilidade financeira .....</b>	<b>37</b>
1.3.2 <b>Financeirização e compromissos financeiros contratuais .....</b>	<b>42</b>
1.3.3 <b>Distribuição de Lucros e Dividendos .....</b>	<b>45</b>
1.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	47
<b>2 FRAGILIDADE FINANCEIRA DAS EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL (2007-2019).....</b>	<b>49</b>
2.1 ANÁLISE EMPÍRICA DA FRAGILIDADE FINANCEIRA AO NÍVEL DA FIRMA .....	50
2.2 ÍNDICE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA E BASE DE DADOS.....	55
2.2.1 <b>Índice de Fragilidade Financeira .....</b>	<b>55</b>
2.2.2 <b>Índice Setorial de Fragilidade Financeira .....</b>	<b>57</b>
2.3 CONTEXTUALIZAÇÃO E CICLO MACROECONÔMICO NO BRASIL .....	59
2.4 FRAGILIDADE FINANCEIRA DAS FIRMAS BRASILEIRAS.....	62
2.5 ANÁLISE SETORIAL DA FRAGILIDADE FINANCEIRA NO BRASIL .....	70
2.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	75
<b>3 FINANÇEIRIZAÇÃO DAS FIRMAS NÃO-FINANCEIRAS NO BRASIL: ANÁLISE EMPÍRICA ENTRE OS ANOS DE 2010 E 2019 .....</b>	<b>78</b>
3.1 Financeirização das firmas não-financeiras: análises empíricas .....	79
3.1.1 <b>A financeirização das firmas não-financeiras .....</b>	<b>79</b>

<b>3.1.2</b>	<b>Análises empíricas do processo de financeirização das firmas brasileiras.....</b>	<b>83</b>
3.2	Análise empírica: base de dados e procedimentos metodológicos .....	85
<b>3.2.1</b>	<b>Métricas para análise da financeirização das firmas brasileiras .....</b>	<b>87</b>
3.3	Mudança de portfólio e rentismo das firmas não-financeiras no Brasil .....	88
3.4	Endividamento e ampliação da alavancagem das firmas não-financeiras brasileiras...	94
3.5	Distribuição de dividendos e maximização do valor do acionista.....	96
3.6	Considerações finais .....	99
<b>4</b>	<b>Análise empírica da relação entre financeirização e fragilidade das firmas não-financeiras no Brasil .....</b>	<b>102</b>
4.1	Definição das variáveis .....	103
<b>4.1.1</b>	<b>Base de dados .....</b>	<b>107</b>
4.2	Metodologia de estimação .....	107
4.3	Resultados econométricos .....	110
<b>4.3.1</b>	<b>Alavancagem .....</b>	<b>113</b>
<b>4.3.2</b>	<b>Dividendos .....</b>	<b>115</b>
<b>4.3.3</b>	<b>Receitas Financeiras .....</b>	<b>118</b>
<b>4.3.4</b>	<b>Ativos Financeiros .....</b>	<b>119</b>
<b>4.3.5</b>	<b>Modelo 2 e composição do ativo financeiro .....</b>	<b>122</b>
4.4	Considerações finais .....	124
	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>128</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>134</b>

## INTRODUÇÃO

A partir da década de 1980 observamos um aumento exponencial dos mercados financeiros na economia mundial. Este aumento ocorre tanto nos países do centro da economia capitalista quanto na sua periferia, e pode ser visualizado a partir de grandes mudanças que passam a ocorrer não somente no interior do sistema financeiro, como também na sua relação com o setor produtivo da economia. O aumento dos fluxos internacionais de capital, a formação de grandes conglomerados financeiros e o surgimento de uma infinidade de produtos financeiros, voltados às mais diversas finalidades, são algumas das expressões do crescimento, não só de tamanho, como também de importância, do sistema financeiro na dinâmica da economia contemporânea.

A intensificação deste processo foi acompanhada de um respaldo por parte das teorias econômicas ortodoxas quanto as suas benesses para o desenvolvimento das economias nacionais, principalmente dada uma suposta maior eficiência dos mercados financeiros na precificação e alocação dos recursos na economia (FAMA, 1991). Entretanto, principalmente nos últimos vinte anos, observa-se na literatura econômica uma intensificação da discussão em torno dos efeitos deletérios trazidos por esse crescimento rápido e de grande magnitude dos mercados financeiros. A desaceleração do crescimento econômico, o aumento das desigualdades e a submissão das famílias ao sistema financeiro são alguns dos aspectos negativos apresentados da denominada financeirização da economia (LAPAVITSAS, 2011).

Entretanto um destaque especial passa a ser dado às mudanças que passam a ocorrer no interior das empresas não-financeiras (ENFs) decorrentes da financeirização da economia. De acordo com esta literatura, em virtude das mudanças na economia, as firmas passariam a atuar de forma rentista, aumentando a participação dos seus ganhos derivados de fontes financeiras, dadas as oportunidades que surgem do desenvolvimento destes mercados, em detrimento dos seus ganhos derivados do setor produtivo, dado um processo de desaceleração dos mercados de bens e serviços (CROTTY, 2005; DAVIS, 2016; VAN DER ZWAN, 2014; STOCKHAMMER, 2008; BOYER, 2000; KRIPPNER, 2005). Além disso, passa-se a destacar a mudança de relação de poder entre o setor produtivo e o sistema financeiro: se antes estes dois agentes atuavam como parceiros visando um processo de acumulação de longo prazo, agora a relação entre os dois seria desigual, de tal forma que os mercados financeiros passam a dispor de instrumentos que permitem que eles pressionem as empresas a fim de atender aos seus interesses de curto prazo (CROTTY, 2005).

Entretanto não são somente estas mudanças que passam a receber atenção a partir da expansão dos mercados financeiros na economia mundial. Afinal, este processo foi acompanhado por um aumento na frequência e na magnitude das crises nos sistemas financeiros. É dentro deste contexto, e principalmente a partir da crise financeira internacional de 2008, que os trabalhos publicados por Hyman Minsky ao longo da sua trajetória acadêmica são retomados com maior entusiasmo pela literatura econômica.

A Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) elaborada pelo autor apresenta a natureza instável de uma economia capitalista que possui um sistema financeiro desenvolvido. Esta instabilidade seria gestada no interior das unidades econômicas, em especial das firmas não-financeiras, que, ao longo do processo de expansão do ciclo econômico, passariam a ter um estado de expectativas mais otimista, assumindo posturas financeiras mais frágeis no processo de financiamento dos seus investimentos, aumentando a instabilidade sistêmica da economia. Neste contexto, a frustração de expectativas passadas, natural em uma economia regida pela incerteza, seria suficiente para reverter um ciclo de expansão em uma crise financeira (MINSKY, 2008).

Apesar de tanto a financeirização quanto a fragilidade financeira serem processos intimamente conectados e que receberam um grande esforço de pesquisa no período recente, pouca energia foi empregada na compreensão das conexões entre esses dois fenômenos por parte da literatura. Essa carência ocorre de forma especial em relação às mudanças que o processo de financeirização desencadeia no interior das firmas não-financeiras e os seus efeitos na fragilidade dessas unidades econômicas. Aceitando a presunção de que a financeirização impõe mudanças na gestão patrimonial e financeira das empresas e que é, justamente, esta gestão que determina a fragilidade das firmas, e, em última instância, da economia, parece razoável considerar que existe uma relação entre esses dois fenômenos.

Tendo isso em vista, o objetivo do presente trabalho é apresentar uma análise teórica e empírica acerca das relações existentes entre a financeirização das firmas não-financeiras e a sua fragilidade financeira. Com a finalidade de cumprir este objetivo principal, o presente trabalho apresenta outros quatro objetivos específicos:

- a) Apresentar os possíveis canais de transmissão existentes entre a financeirização e a fragilidade das firmas não-financeiras.
- b) Analisar a evolução da fragilidade das firmas não-financeiras de capital aberto no Brasil entre os anos de 2007 e 2019.

- c) Analisar o processo de financeirização das firmas não-financeiras do Brasil, a partir da mensuração de indicadores que permitam visualizar a evolução dos seus ativos, passivos e suas contas de resultado entre os anos de 2010 e 2019.
- d) Avaliar empiricamente a relação entre as variáveis explicativas da financeirização e a fragilidade financeira das firmas brasileiras no período 2010 e 2019.

A contribuição do presente trabalho está em sistematizar teoricamente a relação entre fragilidade e financeirização e realizar um exercício empírico que permita avaliar a natureza de tal relação. Acreditamos que esta é uma relação complexa. Isso deve-se a diversos fatores. Primeiro, pois o conceito de financeirização das firmas não-financeiras não é um fenômeno simples em si próprio, afinal, engloba uma série de mudanças que não ocorrem de forma homogênea entre as firmas, dificultando a imposição de uma relação única deste processo com a fragilidade financeira das unidades econômicas. Em segundo lugar, a própria dinâmica da fragilidade financeira é complexa por natureza, uma vez que envolve estados de expectativas em um ambiente regido por uma incerteza não-ergódica. Desta forma, o presente trabalho parte da hipótese de que a fragilidade e a financeirização são fenômenos que possuem uma forte relação, entretanto entende-se que essa relação é complexa e não deve ocorrer em uma única direção. Em última instância, os impactos da financeirização sobre a fragilidade financeira das empresas não-financeiras são ambíguos.

Por diversos motivos, julga-se pertinente a realização do presente trabalho, acreditando que, apesar de se buscar uma primeira tentativa de se relacionar de forma mais detalhada a relação entre financeirização e fragilidade financeira, ele poderá colaborar significativamente com o avanço das discussões no tema. Em primeiro lugar, a literatura sobre financeirização trata predominantemente da ocorrência desse fenômeno no centro das economias capitalistas, apesar de um grande esforço no período recente, empreendido por diversos autores, em compreender as especificidades deste processo nas economias periféricas. Desta forma, acreditamos que o presente trabalho pode contribuir ainda para a compreensão da financeirização na economia brasileira.

Em segundo lugar, estudos empíricos da fragilidade financeira ao nível das firmas são escassos, principalmente para a economia brasileira, apesar de nos últimos anos termos importantes trabalhos nesse sentido, como os realizados por Torres Filho, Martins e Miaguti (2018), Rolim, Cattán e Antonioli (2021) e Mantoan, Centeno e Feijó (2021). O presente trabalho espera contribuir também com esta corrente da literatura. Por fim, conforme já dito anteriormente, a relação entre financeirização e fragilidade financeira é muito pouco explorada

pelos trabalhos acadêmicos, principalmente em se tratando de estudos empíricos e da análise ao nível das firmas. Desta forma, julgamos de grande importância este trabalho para uma compreensão teórica mais precisa desta relação e de como se dá esse processo no contexto específico da economia brasileira no período recente.

Pretendendo cumprir os objetivos aqui apresentados, esta tese será dividida em quatro capítulos, além da presente introdução. No Capítulo 1 serão apresentados os avanços da literatura recente em torno da compreensão do processo de financeirização das economias, em especial, em relação às mudanças que passaram a ocorrer nas últimas décadas no comportamento das firmas não-financeiras em termos da gestão do seu patrimônio. Além disso, apresentará uma contextualização da discussão em torno da fragilidade financeira, apresentada por Minsky (2008), a fim de introduzir conceitos centrais do autor para a nossa análise, como restrição de sobrevivência, margem de segurança, sua Hipótese da Instabilidade Financeira e a sua taxonomia de classificação das unidades econômicas. Por fim, será realizada uma análise teórica das possíveis interconexões entre a financeirização e a fragilidade das firmas não-financeiras, destacando os possíveis canais de transmissão, a partir de onde serão formuladas hipóteses a serem testadas empiricamente.

O Capítulo 2 será dedicado a apresentar um panorama da fragilidade das empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil entre os anos de 2007 e 2019. Serão apresentados os principais indicadores utilizados para a análise empírica da fragilidade ao nível da firma, bem como os indicadores proposto por Torres Filho, Martins e Miaguti (2018), que servirão como base para a nossa análise. Além disso, será apresentada uma breve análise do contexto macroeconômico brasileiro do período de análise, a fim de melhor compreender a dinâmica da fragilidade financeira na economia brasileira. Ao final do capítulo será analisada a fragilidade da economia brasileira, a partir da amostra, com o objetivo de visualizar a sua dinâmica no período selecionado.

No terceiro capítulo será analisada a evolução da financeirização das ENFs de capital aberto no Brasil entre 2010 e 2019. A partir das mudanças que passam a ocorrer nas firmas surge na literatura uma série de métricas voltadas à mensuração empírica deste processo. Serão apresentadas estas métricas, bem como os resultados encontrados a partir delas em outras economias. As análises serão realizadas a partir de três grupos de indicadores, sendo o primeiro deles os dedicados a observar a composição dos ativos e dos fluxos de caixa das empresas; o segundo voltado à análise dos passivos; e, por fim, indicadores que objetivam visualizar a evolução da distribuição de recursos por parte das firmas para os seus acionistas.

O quarto e último capítulo será dedicado a apresentar uma análise empírica da relação existente entre a financeirização e a fragilidade financeira. A partir de um modelo *logit* ordenado em painel, serão analisadas as relações entre as variáveis explicativas de financeirização, que serão apresentadas no Capítulo 3, e o índice de fragilidade financeira das firmas calculado no Capítulo 2. O objetivo deste capítulo será apresentar um primeiro exercício empírico desta relação, visando testar as hipóteses a serem apresentadas, no âmbito teórico, no Capítulo 1 do presente trabalho. Por fim, teremos uma última seção dedicada a apresentar algumas conclusões que podem ser retiradas a partir dos resultados aqui apresentados.

## 1 FINANCEIRIZAÇÃO E FRAGILIDADE FINANCEIRA DAS EMPRESAS

Nos últimos cinquenta anos, o capitalismo passou por diversas transformações, que geraram mudanças radicais na dinâmica das economias ao redor do mundo. O fim do acordo de Bretton Woods, imposto de forma unilateral pelo governo dos Estados Unidos, os dois choques do petróleo, o aumento generalizado das taxas de juros ao redor do globo, durante a década de 1970, e a adoção, cada vez mais ampla, de políticas voltadas a permitir uma maior liberdade para os fluxos financeiros e comerciais dos países nas décadas seguintes são alguns dos acontecimentos por trás do rápido crescimento da liquidez internacional e a consequente expansão dos mercados financeiros. Esses mercados, principalmente a partir da década de 1990, passam a apresentar um crescimento tanto de tamanho – quantitativo – como de importância – qualitativo – na economia mundial.

Tais transformações, tratadas como positivas para o desempenho das economias por parte da ortodoxia econômica<sup>1</sup>, apresentam ao longo do tempo diversas contradições e efeitos deletérios, vindo a receber uma atenção crescente das mais diversas correntes do pensamento econômico que passam a avaliar, de maneira mais precisa, os efeitos desse processo nas economias capitalistas, genericamente denominado de “financeirização”. Principalmente a partir da virada do século XXI, surge uma ampla literatura dedicada à análise dos efeitos da financeirização sobre as mais diversas relações econômicas.

O presente trabalho trará um recorte específico, dedicando-se à análise das mudanças que ocorreram no interior das empresas não-financeiras (ENFs). Como indicado por uma ampla literatura, discutida em detalhe a seguir neste capítulo, essas firmas estariam se tornando, cada vez mais, empreendimentos dominados por interesses eminentemente financeiros, inseridos em um novo paradigma de gestão, em que a lógica fordista de acumulação, que dominava as decisões dessas empresas, é substituída por práticas cada vez mais parecidas com as adotadas por empresas financeiras, com um aumento da alavancagem das operações e um encurtamento do horizonte de planejamento, dentre outras coisas (BOYER, 2000; CROTTY, 2003; KRIPPNER, 2005; DAVIS, 2016; CIPOLLA; GIUSSANI, 2022).

Consequência ou não do processo de financeirização, no mesmo período, principalmente a partir do segundo choque do petróleo em 1979, a economia global fica marcada por uma maior instabilidade. É possível observar não somente crises financeiras de

---

<sup>1</sup> Ver, por exemplo, o trabalho de Fama e Jensen (1983).

grande magnitude na periferia, derivadas em grande medida de problemas de balanço de pagamentos, como crises financeiras nas economias centrais, como a bolha do “*dot-com*”<sup>2</sup> nos Estados Unidos na virada da década de 1990 para os anos 2000. O ciclo de aumento da instabilidade tem o seu auge com a crise financeira mundial em 2008. É este o momento em que a discussão econômica volta a destinar grande parte dos seus esforços na compreensão do processo de gestação das crises, com o foco nos seus aspectos financeiros.

Dentro deste contexto, os trabalhos de Hyman Minsky, em particular a sua visão em relação à endogeneidade das crises nas economias capitalistas modernas, passam a receber grande atenção, não somente por parte da academia como também dos formuladores de política econômica. A Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF), proposta por Minsky (1977), apresenta a natureza instável do capitalismo, onde os processos desencadeados na fase de expansão dos ciclos econômicos criam as bases para a reversão do ciclo. No centro da análise minskyana está a estrutura financeira e patrimonial dos agentes econômicos, em especial, das firmas não-financeiras, que, ao realizar seus investimentos durante a expansão da economia, passariam a assumir posições financeiras cada vez mais frágeis, tanto da sua estrutura de ativos e passivos, como do seu fluxo de caixa. Desta forma, a fragilidade financeira de uma economia estaria ligada à estrutura financeira e patrimonial de seus agentes econômicos, com períodos de estabilidade alimentando a desestabilização das economias.

Apesar de os fenômenos da financeirização e da instabilidade das economias capitalistas, nos termos minskyanos, receberem um grande destaque no ambiente acadêmico nos últimos anos, pouco esforço foi empreendido na compreensão da conexão entre esses dois arcabouços teóricos. Mesmo com a carência desta discussão, acredita-se que, apesar de complexa, ela é mais do que evidente. Em primeiro lugar, o centro da HIF de Minsky está nas decisões das firmas não-financeiras ao longo do ciclo econômico, ao mesmo tempo em que um dos pontos centrais da discussão em torno da financeirização está nas mudanças que ocorrem na gestão destes agentes. Além disso, como será tratado com mais detalhe ao longo deste capítulo, o ponto central para Minsky diz respeito à evolução da estrutura financeira e patrimonial das firmas não-financeiras ao longo do ciclo, sendo esta, de acordo com a literatura de financeirização, a mudança central que ocorre no interior destas empresas.

Espera-se, portanto, que haja diferenças na dinâmica de instabilidade das economias em um contexto de financeirização das firmas não-financeiras. É a partir dessa problemática que o presente capítulo objetiva discutir quais seriam os impactos da financeirização na

---

<sup>2</sup> Para maiores detalhes sobre a crise do mercado de tecnologia nos Estados Unidos ver Goodnight e Green(2010).

fragilidade das firmas não-financeiras e, conseqüentemente, na instabilidade das economias nos termos propostos por Minsky (1977). Para tanto, se buscará diagnosticar os possíveis canais de transmissão entre os dois fenômenos, na tentativa de melhor compreender as suas conexões.

Além desta introdução, o restante do capítulo está dividido em quatro seções. Na seção 1.1 é apresentada uma revisão de literatura sobre financeirização, com enfoque nas mudanças que passam a ocorrer no interior das ENFs, buscando apresentar quais são as principais transformações discutidas pela literatura. A seção 1.2 apresenta a base teórica da Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky, destacando a importância para a teoria da fragilidade das firmas não-financeiras, a taxonomia destas e a dinâmica de evolução da fragilidade financeira.

A partir da caracterização teórica da financeirização e da fragilidade das empresas não-financeiras, a seção 1.3 será dedicada a buscar as conexões entre estes dois elementos. Mais especificamente, a partir das mudanças que o processo de financeirização impõe às firmas, identificar-se-á quais os efeitos esperados desse processo sobre o nível de fragilidade das empresas não-financeiras. Por fim, a seção 1.4 irá apresentar algumas considerações finais a respeito da discussão teórica apresentada no capítulo.

## 1.1 O FENÔMENO DA FINANCEIRIZAÇÃO NO NÍVEL DAS EMPRESAS

No último quarto do século XX a economia mundial passou por grandes mudanças. A intensificação do processo de globalização permitiu uma ampliação do comércio e dos fluxos de capitais internacionais, com a inclusão de novos *players* e a ampliação na concorrência no mercado global. Juntamente com este processo, verificou-se uma expansão sem precedentes dos mercados financeiros, com o aumento dos volumes transacionados, a criação de novos produtos financeiros e um aumento da importância dessas operações na dinâmica das economias.

Em meio a esse contexto, desenvolveu-se uma literatura crítica que buscava compreender o surgimento, a dinâmica e os efeitos dessa expansão do sistema financeiro sobre as economias. Tal visão surge como um contraponto à literatura dominante em relação aos mercados financeiros, que destacava que qualquer expansão e desenvolvimento desses tenderia a gerar um aumento da eficiência econômica (BRAINARD; TOBIN, 1968; BOYD; PRESCOTT, 1986; LEVINE, 2005). De acordo com essa perspectiva, esses mercados possibilitariam uma melhor precificação dos ativos e da distribuição dos riscos, dada a possibilidade de uma melhor alocação de portfólio por parte dos agentes.

A literatura crítica, de filiação keynesiana, marxista ou regulacionista, colocou em xeque essa visão, passando a caracterizar a denominada “financeirização” como um fenômeno não neutro, que gera distorções e efeitos indesejados sobre as economias, afetando a dinâmica de acumulação, o comportamento dos agentes e, em última instância, a vida das pessoas (BOYER, 2000; AGLIETTA, 2000; BECKER *et al.*, 2010; LAPAVITSAS, 2011; PALLEY; 2013; STOCKHAMMER, 2008; VAN DER ZWAN, 2014).

Concomitante a esses desenvolvimentos teóricos, o termo *financeirização* vem sendo utilizado para descrever uma série de fenômenos distintos, que buscam, por meio de diversas abordagens, apresentar as mudanças recentes ocorridas na economia mundial. Apesar de se apresentar como uma literatura bastante diversa, Epstein (2005) aponta que os autores ligados a essa corrente estão conectados por compartilharem algumas ideias em comum, com destaque para a compreensão de que o fenômeno financeiro ganhou uma importância crescente em grande parte do mundo e a noção de que alguns efeitos da financeirização, em conjunto com a globalização e o neoliberalismo, têm sido prejudiciais para um número crescente de pessoas.

Apesar de grande parte da literatura tratar dos efeitos macroeconômicos da financeirização, primordialmente do investimento e dos regimes de crescimento (STOCKHAMMER, 2008; BOYER, 2000; HEIN, 2022; VAN TREEK, 2009), é cada vez mais relevante observar mais detalhadamente as mudanças que ocorrem em um nível microeconômico (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; CROTTY, 2005; DAVIS, 2016; KNAFO; DUTA, 2020; TORI; ONARAN, 2018). Como destaca Davis (2016), a financeirização não se manifesta somente através de mudanças no tamanho e na estrutura do setor financeiro, mas também através de *mudanças no comportamento das firmas não-financeiras* e na crescente complexidade da relação entre estas e o setor financeiro. Além disto, destaca-se a importância das transformações que ocorrem no comportamento das famílias em uma economia financeirizada, que passam a ampliar cada vez mais a sua relação com o sistema financeiro, seja como devedoras ou como portadoras de ativos (LAPAVITSAS, 2011).

Sem descartar a importância das transformações que ocorrem na dinâmica macroeconômica, bem como o que ocorre com o comportamento das famílias em uma economia financeirizada, o presente trabalho se dedicará exclusivamente às mudanças que ocorrem no nível das firmas não-financeiras. Olhando para a firma, a *financeirização*, sob a perspectiva deste trabalho, designa o conjunto de mudanças na forma de gestão das empresas, através da adoção da maximização do valor do acionista<sup>3</sup> como forma de governança

---

<sup>3</sup> *Maximizing shareholder value* consiste em um movimento de gestão corporativa que busca alinhar os interesses entre gestores e acionistas de uma empresa. Baseado em uma série de ferramentas de gestão e métricas de

corporativa, o domínio do mercado de capitais dentro das finanças da empresa, o aumento do poder político da classe dos rentistas e a explosão das transações financeiras ao nível da firma, com sua grande diversidade de instrumentos (BOYER, 2000; KRIPPNER, 2005; STOCKHAMMER, 2008; VAN DER ZWAN, 2014).

### **1.1.1 Financeirização e a transformação das firmas não-financeiras**

Na literatura sobre financeirização das empresas não-financeiras destaca-se o debate em torno das mudanças que ocorreram nas corporações, principalmente a partir da década de 1990, em relação à governança corporativa. Com inspiração nas discussões acadêmicas em torno da teoria do agente, passa-se a ser propagada a noção de que a gestão corporativa deve estar alinhada a uma estratégia de maximização do valor gerado aos acionistas, visando superar os conflitos de interesse entre o gerente e o proprietário (JENSEN; MECKILING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983; BAKER; JENSEN; MURPHY, 1988).

A denominada teoria do agente trata do relacionamento de dois atores no processo de trocas econômicas. Nesta relação, um dos atores, denominado de principal, exerce poder sobre o comportamento do outro ator, denominado de agente, visando atender os seus interesses. Ao mesmo tempo, o bem-estar do principal dependeria das decisões tomadas pelos agentes. Neste contexto, o bem-estar do principal não poderia ser maximizado, uma vez que ele e o agente possuem objetivos e aversão ao risco diferentes (MECKILING, 1976). Dentro da governança corporativa, esta teoria trouxe a ideia de que os acionistas não teriam condições de maximizar o seu bem-estar por dependerem da tomada de decisão dos gestores das firmas, que possuem interesses distintos dos seus.

A solução do “problema da governança” se daria com o alinhamento de interesses entre esses agentes, o que contribuiu, por exemplo, para difundir a ideia de remuneração dos gestores através de opções de ações, e promoveu a noção de que o objetivo das corporações é a maximização do retorno dos acionistas (PALLEY, 2013).

A ideia geral passa a ser de que os gestores devem ter incentivos para promover a maximização dos ganhos dos acionistas em detrimento da maximização dos próprios ganhos, em particular, por meio da conexão entre performance e resultados para os acionistas. A noção de eficiência da firma se desloca do seu objetivo de maximização dos seus lucros no longo

---

resultados. Sua aplicação se dá inicialmente nas firmas norte americanas e europeias, difundindo-se posteriormente para firmas de vários países do mundo. Para um maior aprofundamento, ver Froud (2000).

prazo, passando a ser definida pela capacidade dos gestores de gerarem altos pagamentos de dividendos e manterem os preços das ações elevados (VAN DER ZWAN, 2014).

As consequências práticas deste processo têm sido a adoção por parte das firmas de métodos de mensuração de performance financeira; de padrões internacionais de contabilidade; de mudança de foco para o curto prazo, com a implementação de relatórios trimestrais e outras métricas contábeis de horizontes temporais restritos; da promoção de fusões e aquisições; da maior alavancagem das empresas; e da terceirização dos processos produtivos (AGLIETTA, 2000; CROTTY, 2005; FROUD, 2006; DAVIS, 2016).

Uma segunda mudança que surge dentro das firmas não-financeiras está ligada a um problema de alocação de portfólio. Como destaca Crotty (2003), observa-se, a partir da década de 1980, uma desaceleração da taxa de crescimento da demanda agregada global e um aumento da competição intensiva no mercado de bens, causando uma reversão na lucratividade das empresas não-financeiras. Verifica-se também nesse período um aumento da complexidade do sistema financeiro, tanto doméstico como internacional, com um grande aumento na diversidade de produtos financeiros, bem como o desenvolvimento de novas capacidades financeiras por parte das ENFs. Dentro deste contexto, essas firmas se deparariam com um problema típico de alocação de portfólio, onde a busca pela maximização dos seus lucros resultaria na decisão de aplicação em dois tipos de ativos para alocar seus recursos: os produtivos e os financeiros.

Demir (2007) aponta que, no período pós anos 1980, as firmas não-financeiras passaram por uma transformação radical: originalmente envolvidas com o setor real da economia, teriam se tornado elas próprias rentistas, dependentes de ganhos financeiros. Este processo pode ser associado a três elementos: um aumento da aquisição de ativos financeiros por parte das firmas não-financeiras; uma queda na taxa de investimento em capital fixo; e um aumento na taxa de retorno do capital financeiro em relação à taxa de retorno do capital fixo. Nesse âmbito, a financeirização geraria uma diminuição dos investimentos produtivos através de um efeito *crowding-out* (STOCKHAMMER, 2008), além de corroer os fundos internos das empresas dado o aumento de pagamentos realizados ao setor financeiro (ORHANGAZI, 2008).

Dentro deste contexto, um dos temas centrais da análise da financeirização das ENFs é o efeito destas mudanças sobre a acumulação das firmas, a partir da visão de que estas, ao destinarem em uma magnitude cada vez maior os seus recursos disponíveis para o sistema financeiro, acabam por comprometer a sua capacidade de investimento (STOCKHAMMER, 2008; DAVIS, 2018; DURAND; GUEUDER, 2018; LAZONICK, 2011; MARTINS, OCKÉ-REIS; DRACH, 2021).

De acordo com Auvray *et al.* (2020), olhando em uma perspectiva histórica, o processo de financeirização das firmas não-financeiras nos países centrais pode ser dividido em dois períodos distintos, por eles denominado de Marco I e Marco II da financeirização. O Marco I, compreendido entre os anos de 1980 e 2000, teria ocorrido em um contexto econômico internacional bastante peculiar, com a generalização de políticas de liberalização financeira e de fortalecimento de agentes financeiros, marcado por um cenário de elevadas taxas de juros, inicialmente aumentadas pelo Federal Reserve visando a contenção inflacionária, porém desencadeando rapidamente um aumento generalizado das taxas de juros ao redor do mundo. O período seria marcado, ainda, por um aumento da competição internacional, com a liberalização do comércio, e uma perda de poder de barganha da classe trabalhadora derivada da adoção de reformas neoliberais do mercado de trabalho (AUVRAY *et al.*, 2020).

Desta forma, em um contexto de desaceleração da demanda, aumento da competição, elevadas taxas de juros e empoderamento dos investidores financeiros, os recursos disponíveis das ENFs passaram a ser drenados para o sistema financeiro, seja através de um maior custo financeiro dos seus passivos ou por uma demanda de maior distribuição de resultados por parte dos investidores, que, com o aumento do seu poder, demandavam retornos compatíveis com um cenário de elevadas taxas de juros. Os autores destacam, assim, que a consequência natural desse processo foi uma queda dos investimentos por parte das firmas não financeiras.

Auvray *et al.* (2020) argumentam também que o cenário após a virada do século, o Marco II da financeirização, apresenta características distintas. Primeiramente, a queda nos custos de transporte e de comunicações possibilitou uma ampla fragmentação da produção em nível global. Apesar da fragmentação da produção, o controle intelectual e financeiro da produção se tornou mais concentrado, na mão das empresas líderes localizadas, em sua maioria, nos países centrais. Se antes estas empresas tinham o mercado financeiro como um agente externo, que exercia demandas sobre a empresa, agora o próprio controle da empresa passa a estar na mão de fundos centralizados de investidores globais. Por fim, o período é marcado por uma taxa de juros significativamente inferior à do período anterior, retirando pressões financeiras do balanço das ENFs.

Este novo cenário produtivo global seria então marcado por um monopólio produtivo e intelectual da produção, controlado por fundos de investimento globais, uma menor disponibilidade de investimentos produtivos rentáveis e inserido em um contexto de alta liquidez e baixa taxa de juros. Nessa conjuntura, o aumento da distribuição de recursos das firmas não-financeiras para os acionistas, diferentemente do cenário do Marco I, seria uma consequência da queda das taxas de investimento e não a sua causa:

During Financialization Mark I [...] It was the empowerment of finance that drained retained earnings via interest payments and higher distributed profits. In Financialization Mark II, low investment and high payment to shareholders are symptomatic of a lack of sufficiently profitable opportunities for investment due to insufficient demand and monopoly power. (AUVRAY *et al.*, 2020, p. 11).

Para fins do presente trabalho, pode-se segmentar a discussão em torno do processo de financeirização das firmas não-financeiras em duas frentes. A primeira, preponderantemente designada pela literatura que trata da preconização dos acionistas, enfatiza a visão de que o processo de financeirização das firmas decorre de sua “captura” por parte dos mercados financeiros. Nesse processo, ocorre a transformação das empresas, que antes tinham o objetivo de ampliação dos seus lucros no longo prazo, e passam a almejar a maximização dos ganhos dos agentes financeiros a elas vinculados. Com isso, a origem da financeirização seria externa em relação às firmas não-financeiras: dado o aumento do poder dos agentes financeiros, essas se veriam obrigadas a atender aos interesses dos seus acionistas.

Já a segunda visão trata do processo de financeirização das ENFs como uma mudança que surge no interior das firmas, considerando os problemas que elas enfrentam com a desaceleração da economia mundial, ao mesmo tempo em que se tem a ampliação dos mercados financeiros. Desta forma, o aprofundamento das relações financeiras das ENFs se resumiria a uma questão de escolha de portfólio, em que as empresas cada vez menos se dedicariam às suas atividades produtivas, com a queda de rentabilidade destas, passando a operar de forma crescente nos mercados financeiros visando compensar a queda de lucro no mercado de bens e serviços (KRIPPNER, 2005; DEMIR 2009; TORI; ONARAN, 2018).

Dentro desta lógica, a operação das ENFs passa a demandar novas capacidades financeiras e influenciar não somente a alocação de ativos como também a gestão do passivo destas empresas, que passam a operar com um nível de alavancagem cada vez maior a partir de instrumentos financeiros mais complexos, tornando a sua gestão patrimonial mais próxima da operação das firmas financeiras (CROTTY, 2005). Ou seja, essas mudanças não seriam impostas de forma externa à firma, através de uma pressão dos mercados financeiros, mas teriam sua origem no próprio interior da firma, como uma reação às mudanças ocorridas na dinâmica da economia mundial no último quarto do século XX.

Cabe destacar que aqui se faz esta distinção entre financeirização de “dentro para fora” e de “fora para dentro” das firmas não-financeiras somente como forma de se visualizar as diferentes origens deste processo, sendo as duas não-excludentes – isto é, ambas podem ocorrer simultaneamente. Entretanto, a depender da motivação do processo de financeirização – se para

atender aos interesses dos acionistas ou em função de um problema de alocação de portfólio –, as transformações pelas quais passam as firmas não financeiras em seus processos decisórios podem ser distintas.

### **1.1.2 Maximização do valor do acionista e a financeirização “de fora para dentro”**

A primeira grande transformação que ocorre ao final do século XX nas firmas não-financeiras diz respeito à forma como se dá a relação entre elas 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, essas empresas passam a ser vistas como um conjunto de subunidades líquidas que buscam uma reestruturação constante visando a maximização do preço de suas ações em cada momento do tempo (CROTTY, 2003).

Essa alteração na forma de se enxergar as firmas não-financeiras acaba implicando uma mudança no tratamento dado pelo sistema financeiro a elas. Se antes a relação entre esses 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 passa a surgir uma série de ferramentas e instrumentos de governança corporativa, que balizam o comportamento das firmas não financeiras visando cumprir as novas exigências impostas pelos agentes financeiros.

De acordo com Froud *et al.* (2006), 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 acionistas. Denominado de *Value Based Management* (VBM), este conjunto de técnicas de governança corporativa pautou-se em uma série de conceitos vagos, com a promessa de grandes resultados, se concretizando muito mais como um instrumento de retórica, bastante flexível, do que como um instrumento de gestão (FROUD, 2000).

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 financeiro e as firmas seria 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. Entretanto, em função do 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, 2013). 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 instrumentos de retórica para justificar qualquer ação de gestão das empresas, visando atrair a atenção do mercado financeiro (FROUD, 2006).

Conforme destacado por Van der Zwan (2014), a grande contribuição da literatura de financeirização neste debate se dará em evidenciar que o processo de *maximizing shareholder value* não é neutro: implica 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, 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, o que contribuiu para diminuir 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<sup>4</sup> 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 de maximização 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).

Desta forma, de acordo com a visão da literatura de financeirização que trata do processo de intensificação da maximização do valor do acionista como forma predominante de governança corporativa, a financeirização das firmas não-financeiras não teria como motivação a busca pela maximização dos lucros por parte das empresas, mas sim um processo de captura destas por parte dos seus acionistas e credores, buscando disciplinar as firmas em prol de um aumento do seu retorno. Daí a denominação aqui tratada de financeirização “de fora para dentro”, buscando enfatizar que esta dinâmica surge de pressões exercidas por agentes externos às firmas, que acaba por gerar mudanças na governança destas, afetando o seu desempenho.

Nos termos descritos por Auvray *et al.* (2020), este seria o pano de fundo durante o Marco I do processo de financeirização. Nesse momento, os agentes financeiros acabam observando um aumento do seu poder em relação aos demais *stakeholders* das firmas não-

---

<sup>4</sup> De acordo com Jessop (1992) o modo de acumulação fordista ao nível da firma pode ser descrito como um modelo de divisão técnica e social do trabalho, de origem Taylorista, pautado pela produção em massa de longo prazo de bens padronizados com foco na geração de aumentos de produtividade a partir de economias de escala.

financeiras, em um contexto de elevadas taxas de juros, e passam a pressionar as ENFs no sentido de extrair delas ganhos de curto prazo compatíveis com os ganhos proporcionados pelo sistema financeiro. Este processo acabaria por drenar os fundos disponíveis das firmas, dada a destinação, cada vez maior, destes recursos para o pagamento de juros e distribuição de resultados, afetando negativamente o investimento das firmas.

### **1.1.3 Financeirização de “dentro para fora” e o problema de escolha de portfólio**

O processo de financeirização das firmas não-financeiras implica uma mudança na gestão das empresas, na qual estas apresentam uma maior interconexão com os mercados financeiros. Sem sombra de dúvidas, dentro da literatura referente à financeirização, o aumento da participação de ativos financeiros no portfólio das ENFs é o ponto de maior destaque: seja pela busca de novas alternativas de ganhos ou pela pressão exercida pelos mercados financeiros sobre as firmas, estas passariam a acumular uma parcela cada vez maior de ativos financeiros nos seus balanços (KRIPPNER, 2005; DAVIS, 2016; DEMIR, 2007; VAN DER ZWAN, 2014).

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 (CROTTY, 2003; DEMIR, 2007, KRIPPNER, 2005). Além disso, no período, observa-se uma maior volatilidade dos mercados de bens e serviços e um consequente aumento da incerteza, ao mesmo tempo em que as finanças internacionais passam por diversos ciclos de intensa valorização em um cenário de elevadas taxas de juros (AUVRAY *et al.* 2020; ORHANGAZI, 2008, DEMIR, 2009). 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; DAVIS, 2018; HÖFIG, 2017; RABINOVICH, 2019; TORI; ONARAN, 2020).

Krippner (2005), ao analisar as transformações pelas quais passam as firmas não-financeiras dos Estados Unidos entre os anos de 1950 e 2001, apresenta com clareza esta mudança de portfólio por parte das empresas, mostrando que, principalmente a partir da década de 1980, tem-se um aumento significativo da participação das receitas financeiras sobre a receita total destas empresas. Porém, o crescimento seria ainda maior na relação entre lucro financeiro e não-financeiro, podendo indicar uma queda da rentabilidade destas firmas no setor produtivo, um aumento da rentabilidade destas no mercado financeiro ou ainda a ocorrência

dos dois processos ao mesmo tempo. Crotty (2003) descreve o processo de financeirização como um problema de portfólio, onde as firmas migram de mercados que passam a apresentar uma queda na lucratividade para o mercado financeiro que se apresenta como uma alternativa rentável.

Outra mudança importante que leva as firmas não-financeiras a se deslocarem para este 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, que acabam trazendo uma *expertise* financeira para dentro da gestão das ENFs (LAPAVITSAS, 2011; TOMASKOVIC-DEVEY; LIN; MEYERS, 2015). Como consequência, essas empresas passam a adotar preferências características dos mercados financeiros, como o foco no curto prazo e a realização de operações mais alavancadas (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, passariam a se tornar, elas mesmas, rentistas (DEMIR, 2007; EPSTEIN; JAYADEV, 2005).

Tendo o processo descrito acima como referência, a financeirização das firmas não teria a sua origem necessariamente atrelada a uma pressão externa exercida pelos mercados financeiros em busca de maximizar os seus ganhos em detrimento do crescimento de longo prazo das firmas. Pelo contrário, com um cenário adverso no mercado de bens e serviços, ao mesmo tempo em que as transformações nos mercados financeiros se apresentam como uma potencial nova fonte de lucros, as ENFs passam a deslocar o seu portfólio, ampliando a participação de ativos financeiros em detrimento dos ativos produtivos. Com isso, o processo de financeirização das firmas estaria ligado não a uma pressão pela maximização do valor do acionista, mas sim ao seu próprio objetivo de maximização dos lucros.

Cabe destacar ainda que, de acordo com Auvray *et al.* (2020), por volta do ano 2000 a economia mundial passou por importantes transformações, que refletem mudanças na organização produtiva e financeira global, apresentando um cenário com menos oportunidades de investimento produtivo para as ENFs, agora em um contexto de baixas taxas de juros, o que, segundo os autores, seria característico do Marco II da financeirização.

Tal contexto teria implicado uma mudança não somente na estrutura de ativos das firmas, que passariam a acumular ativos financeiros, face à falta de disponibilidade de investimentos produtivos rentáveis, como também os seus passivos, permitindo que estas aumentassem a sua alavancagem, visando o aumento da distribuição de recursos para os seus acionistas (AUVRAY *et al.*, 2020; LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000; STOCKHAMMER,

2004), ou com o objetivo de realizar operações hostis e alavancadas de fusão e aquisição, dada a redução dos custos financeiros destes tipos de operação (KLAP e ISAKSON, 2018; KNAFO; DUTTA, 2020).

Assim sendo, apesar do problema de portfólio ser a questão mais destacada pela literatura que trata da financeirização de “dentro para fora”, talvez a questão pode ser mais bem descrita como uma mudança na estrutura patrimonial das ENFs, que afeta tanto a composição dos seus ativos como as características do seu passivo. Ou, nos termos descrito por Crotty (2003), as ENFs teriam incorporado na sua gestão capacidades típicas das firmas financeiras. Desta forma, tanto a gestão dos ativos, com maior composição de rubricas financeiras, como os seus passivos, de maior magnitude, estariam cada vez mais parecidos com a estrutura patrimonial de empresas financeiras.

#### **1.1.4 Mudanças no interior das firmas financeirizadas**

Independente da origem do processo de financeirização das firmas não-financeiras, se imposto pelos acionistas na sanha por gerar maiores retornos de curto prazo ou se originado no interior das firmas como uma busca por alternativas ao cenário global adverso apresentado a elas, ambas as visões irão concordar que esta dinâmica implica em transformações profundas no comportamento das ENFs. Neste sentido, a literatura é bastante ampla destacando desde simples mudanças no portfólio das empresas até a utilização de manobras contábeis por parte das firmas na busca por maiores ganhos financeiros. Sem pretender esgotar todas as mudanças descritas, a presente seção busca apresentar aquelas mudanças que recebem maior destaque pela literatura, sendo elas: o aumento da participação dos ativos financeiros; o aumento do pagamento de dividendos e dos programas de recompra de ações; a intensificação dos processos de fusão e aquisição; e o aumento da alavancagem.

Ao se tratar do processo de financeirização das firmas não-financeiras o tema mais abordado é o aumento da participação dos ativos financeiros na composição de portfólio destas. Como destaca Davis (2016), a partir da década de 1980 tem-se uma mudança permanente na composição do portfólio das firmas, que passam a reduzir a participação de ativos fixos ao mesmo tempo em que se aumenta a participação de ativos financeiros. De acordo com Demir (2007), esta mudança estaria ligada a um processo de transição das firmas não-financeiras que, cada vez menos, estariam interessadas a gerar ganhos no setor produtivo, passando a se tornarem rentistas. Conforme discutido anteriormente, esta mudança seria decorrência de pressões exercidas por parte dos acionistas e credores das firmas: se antes estes *stakeholders*

enxergavam as firmas como um conjunto integrado e coerente de ativos ilíquidos que perseguem a inovação e o crescimento de longo prazo, agora estes agentes exigem que as firmas sejam um conjunto de ativos líquidos que devem ser geridos para maximizar os preços das ações em qualquer momento do tempo (CROTTY, 2005).

Entretanto, esta visão de que o aumento de ativos financeiros por parte das firmas deriva necessariamente de um processo de financeirização destas não é consensual, conforme destaca Rabinovich (2019). Ao olhar para a economia dos Estados Unidos este aumento está basicamente centrado em ativos intangíveis que, por questões contábeis, estão caracterizados como ativos financeiros, entretanto não decorrem de uma dinâmica de financeirização. Já Rabinovich e Artica (2020), ao observarem as firmas de quatro economias da América do Sul, constatam que o aumento de ativos financeiros é decorrente do acúmulo de ativos de alta liquidez para a composição de caixa das firmas, demonstrando que não está ligado a um objetivo rentista das firmas de gerarem ganhos especulativos nos mercados financeiros.

Além disto, ao se financeirizarem, as firmas passam a sofrer uma constante pressão por parte dos acionistas e credores para que gerem retornos constantes de curto prazo. Com isso, é possível observar um processo de crescente distribuição de lucros e dividendos por parte das empresas, além de um engajamento cada vez maior em operações de recompra de ações. Conforme destaca Davis (2016), nas firmas norte americanas é possível observar um crescimento significativo da parcela de lucros distribuídos na forma de dividendos e de operações de recompra de ações. Este tipo de operação visa sinalizar para o mercado financeiro o engajamento da firma com o retorno dos acionistas, visando manter o preço das ações elevadas. Conforme destacado por Lazonick e O'Sullivan (2000), a operação das firmas, antes era guiada pela lógica de reter e reinvestir os lucros, passa a ter como baliza a maximização dos lucros no curto prazo visando a distribuição destes.

Knafo e Dutta (2020) vão destacar ainda o papel do aumento de endividamento na onda de fusões e aquisições agressivas que passa a ser observada na economia dos Estados Unidos. Denominadas de *Leverage Buyouts*, este tipo de operação ocorre quando uma firma adquire outra, com a maior parte do valor de aquisição vindo de endividamento; posteriormente, as duas empresas se fundem e a dívida acaba se dissolvendo entre elas, evitando que o aumento do endividamento impacte o preço das ações da firma que promoveu a aquisição. Com esta dinâmica, a empresa que promoveu o processo de fusão acaba por observar um aumento significativo dos seus ativos, sem um correspondente aumento dos passivos, acarretando em um aumento no valor de suas ações e um consequente ganho de capital por parte dos acionistas (KNAFO; DUTTA, 2020).

Com isso, outro efeito trazido pelo processo de financeirização das firmas não-financeiras foi o aumento significativo de operações de fusão e aquisição entre empresas (JIA; WINSECK, 2018). As firmas não-financeiras na economia contemporânea estão sob constante pressão para gerarem lucro e distribuírem dividendos para os seus acionistas. Dentro deste contexto, estratégias de fusão e aquisição acabam sendo uma resposta comum por oferecerem uma maneira simples e imediata de alavancar a rentabilidade, beneficiando os acionistas, apesar de não ser baseado no aumento da produtividade ou das vendas (CLAPP; ISAKSON, 2018). Com isso, a intensificação do processo de financeirização das firmas não-financeiras acaba por desencadear um aumento da *concentração de capital*, com o surgimento de novas estratégias empresariais visando o ganho financeiro através dessas operações.

Por fim, de acordo com Palley (2013), o processo de financeirização implica um aumento da complexidade da relação entre o setor financeiro e as firmas não-financeiras, sendo que esta mudança se dá não somente na sua estrutura de ativos como também nos seus passivos. Com isso, uma das características mais marcantes do processo de financeirização das firmas não-financeiras é o aumento de seus níveis de endividamento (PALLEY, 2013). Conforme destaca Sun (2018), o intenso processo de desenvolvimento financeiro nas últimas décadas afrouxou as restrições de acesso ao crédito proporcionando um aumento do endividamento das famílias e das firmas. Além da facilidade de acesso ao crédito, as firmas passam a se deparar com uma imensa gama de produtos ofertados pelos mercados financeiros para se financiarem, tornando a sua estrutura de passivos não somente maior como mais complexa (BATTISTON; GUERINI; NAPOLEANO, 2018).

Ao analisar a economia dos Estados Unidos, Davis (2016) aponta que é bastante claro o aumento do endividamento das ENFs após 1970, principalmente ao se observar as firmas de maior porte. Entretanto, ao se olhar o aumento da alavancagem das firmas, dada como a relação entre dívidas e ativos, na média, este valor se mantém inalterado entre 1980 e 2014, justamente em função de um maior acúmulo de ativos financeiros por parte das ENFs. Desta forma, esse resultado indica que, por mais que o processo de financeirização implique um maior endividamento por parte das firmas não-financeiras, avaliar a solvência destas empresas é mais complexo, dado o simultâneo acúmulo de ativos que, a princípio, poderiam ser utilizados para liquidar a dívida crescente.

A evidência apresentada por Davis (2016) traz uma questão ainda pouco discutida na literatura: para além das mudanças que ocorrem no interior das firmas aqui apresentadas, o processo de financeirização implica uma dinâmica que afeta, para mais ou para menos, o nível de solvência das firmas. Também mostra a complexidade desses efeitos, dado que, ao mesmo

tempo em que existem mecanismos que ampliam a exposição das ENFs, outros podem atenuar este processo. Analisar esta dinâmica é o objetivo principal do presente capítulo, sendo que, para isso, a próxima seção será dedicada a uma melhor compreensão da discussão em torno da fragilidade financeira na visão de Hyman Minsky, para enfim traçar os possíveis efeitos do processo de financeirização sobre a fragilidade financeira das firmas.

## 1.2 FRAGILIDADE FINANCEIRA

Após a crise financeira global no ano de 2008, acirrou-se na literatura econômica o debate em torno da instabilidade das economias capitalistas, em especial, a discussão acerca do papel do circuito financeiro como gerador e propagador de crises nas economias. Dentro desta discussão as contribuições de Minsky (1992; 1977; 2008) receberam grande destaque, devido ao empenho de seus trabalhos em trazer à tona as interconexões entre a dinâmica financeira das economias capitalistas e o ciclo de negócios, tendo esta relação um papel central para descrever as crises econômicas.

A Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) descrita por Minsky coloca no centro da dinâmica capitalista o papel do financiamento dos investimentos das firmas não-financeiras ao longo do ciclo econômico. A ideia é que estas empresas cobririam parte dos gastos com investimentos através de capital próprio recorrendo ao sistema financeiro para a cobertura das despesas de capital. Ao longo do período de expansão do ciclo econômico, essas firmas passariam a assumir posições com um risco crescente no financiamento dos investimentos, levadas pela euforia trazida pelo desempenho da economia, expondo-as a uma maior fragilidade financeira. A reversão deste ciclo se daria através da frustração das expectativas quanto aos projetos de investimentos, que colocariam as firmas, que aumentaram a sua exposição ao risco ao longo da fase ascendente, em uma posição financeira delicada, gerando dificuldades para honrarem os seus compromissos financeiros.

Desta forma, para Minsky, as economias capitalistas modernas, com uma grande conexão entre o sistema financeiro e a economia real, seriam inerentemente instáveis, dado que a dinâmica apresentada pela HIF traz como determinante para o aumento da instabilidade do sistema os longos períodos de crescimento econômico. Como descreve Minsky (1977, p. 13): “the fundamental instability of a capitalist economy is upward. The tendency to transform doing well into a speculative investment boom is the basic instability in a capitalist economy”. Assim, o processo de transição da posição financeira das firmas no financiamento dos seus investimentos ao longo do ciclo seria o fator gerador da instabilidade da economia.

De acordo com Minsky (1992), a análise do processo gerador de instabilidade das economias passa pela compreensão de que estas são economias capitalistas, com bens de capital de alto valor e em um ambiente com um sistema financeiro altamente sofisticado e complexo. Ou seja, a hipótese da instabilidade financeira se refere às economias capitalistas modernas que vão se desenvolver ao longo do século XX, principalmente no pós-Segunda Guerra. Dentro deste contexto econômico, a HIF estaria pautada em dois teoremas. O primeiro estabelece que as economias podem operar em regimes financeiros em que se mantêm estáveis ou instáveis. Já o segundo teorema postula que em períodos prologados de prosperidade a economia tende a migrar, endogenamente, de regimes financeiros mais estáveis para regimes mais instáveis, tornando a instabilidade econômica um fenômeno pró-cíclico (MINSKY, 1992).

A descrição da dinâmica do processo de geração de instabilidade financeira estaria essencialmente ligada ao processo de investimento por parte das unidades empresas, mas é possível estender a análise à forma geral sob a qual as empresas irão gerir seus fluxos de caixa e seus balanços, especialmente, sob os domínios da financeirização. Contudo, ainda que esta análise possa ser aplicada a qualquer unidade econômica (famílias, governos subnacionais, bancos e empresas não-financeiras), Minsky vai enfatizar o papel central das despesas de capital promovidas pelas firmas não-financeiras e a sua estrutura de financiamento para a determinação dos ciclos econômicos. O financiamento do investimento destas empresas pode ser realizado a partir do seu capital próprio, entretanto, em uma economia moderna – financeirizada – os agentes dependem em grande medida de capital de terceiros para financiar os seus investimentos.

Para Minsky (2008), o financiamento da atividade econômica cria um rastro de compromissos financeiros. A dinâmica do investimento não afeta somente o produto ou a capacidade produtiva, mas também deixa marcas na estrutura financeira dos agentes. Em contrapartida, a validação dos compromissos financeiros assumidos por parte dos agentes no processo de investimento depende de um fluxo de caixa futuro esperado, sujeito a incertezas fundamentais e às frustrações de expectativas que podem promover um descompasso entre o fluxo de caixa presente e as obrigações financeiras contratuais. De acordo com Minsky (1992, p. 4), “in a capitalist economy the past, the present and the future are linked not only by capital assets and labor force characteristics but also by financial relations”.

Desta forma, a decisão de investimento é essencialmente uma atividade especulativa, tendo em vista que os compromissos financeiros assumidos neste processo são, em certa

medida, certos<sup>5</sup>; enquanto o fluxo de caixa esperado para o pagamento destas obrigações é essencialmente incerto. Assim, o processo de expansão econômica, e conseqüente expansão dos investimentos por parte das empresas, levaria a um aumento de sua demanda por capitais de terceiros para financiar as despesas com ativos de capital. Dentro desta dinâmica, os agentes tenderiam a assumir posturas cada vez mais arriscadas, em virtude do otimismo em relação ao fluxo de caixa esperado. A partir de um processo de reversão de expectativas, ficaria exposto o grau de alavancagem e de fragilidade da estrutura financeira dos agentes desencadeando uma crise sistêmica.

Cabe destacar aqui que o processo descrito por Minsky (2008) trata, primordialmente, da dinâmica do investimento em capital produtivo por parte das firmas. Entretanto, conforme apresentado anteriormente, em uma economia financeirizada, este tipo de aplicação de recursos passa a ser cada vez menos relevante no balanço patrimonial das ENFs, podendo trazer a ideia de que a HIF teria a sua importância reduzida. Nesse caso, este processo seria “substituído” por uma gestão voltada para o maior acúmulo de ativos financeiros, ao mesmo tempo em que se tem uma ampliação da alavancagem das firmas. Ou seja, se antes as firmas não-financeiras assumiam compromissos financeiros contratuais na busca de ampliar o seu fluxo de caixa a partir da aplicação em capital produtivo, agora a dinâmica se repete, entretanto com o deslocamento da aplicação de recursos na forma de investimento para aplicações financeiras.

Desta forma, a dinâmica das firmas de, ao longo do ciclo econômico, assumir compromissos financeiros contratuais na busca de receitas que são incertas não se altera. Entretanto, os efeitos deste processo podem ser completamente distintos, dadas as diferenças intrínsecas entre ativos financeiros e produtivos, como em termos de liquidez e volatilidade, sendo estas características centrais para a definição de fragilidade financeira dentro da teoria minskyana, conforme será apresentado nas seções seguintes.

### **1.2.1 Restrição de sobrevivência, margem de segurança e fragilidade financeira**

Uma primeira forma de analisar a fragilidade financeira para Minsky é através do conceito de restrição de sobrevivência, que é trazido pela primeira vez pelo autor em sua tese de doutorado. De acordo com este conceito, as firmas, em uma economia capitalista moderna, estão sujeitas a restrições de ordem financeira. Esta restrição se daria em razão de estas

---

<sup>5</sup> A certeza aqui se refere à contratualidade do compromisso. Alguns empréstimos podem ser realizados a taxas pré-fixadas, outros a taxas variáveis, bem como os instrumentos de mercado de capitais podem implicar custos variáveis para as firmas.

empresas precisarem gerenciar o seu fluxo de caixa de tal forma que a quantidade de dinheiro de que dispõem seja sempre igual ou maior do que as suas despesas correntes. Caso isto não ocorra, estas firmas estariam sujeitas a sofrer penalidades que ameaçariam a sua própria sobrevivência (TORRES FILHO; MARTINS, 2020).

A condição sob a qual a sobrevivência da firma é definida é dada pela capacidade da firma ter recursos suficientes em dinheiro para pagar os seus compromissos correntes em todos os períodos de tempo durante a existência da firma (MINSKY, 2004). Desta forma, o conceito de restrição de sobrevivência seria a primeira aproximação de Minsky para o que posteriormente definiria como fragilidade financeira. Neste sentido, uma unidade econômica seria mais ou menos frágil de acordo com a compatibilidade entre os seus fluxos esperados de entradas e de saídas de caixa, condicionados pelas posições de balanço assumidas por ela (MARTINS; DRACH, 2020).

Posteriormente, outro conceito que passa a ser de grande valia para a definição de fragilidade financeira em Minsky (2008) se refere à chamada margem de segurança. Nos termos descritos pelo autor, a dinâmica financeira das unidades econômicas impõe níveis distintos de incerteza quanto ao fluxo de caixa derivado dos seus ativos e passivos. Enquanto as dívidas contraídas pelas empresas ao longo do processo produtivo possuem uma natureza contratual, gerando, de certa maneira, uma certeza de pagamento futuro, a entrada de fluxo de caixa derivada do processo produtivo é inerentemente incerta.

É a partir desta dinâmica que Minsky (2008) vai destacar que, para uma unidade econômica ser considerada financeiramente robusta, não basta que o fluxo de caixa esperado do processo produtivo seja maior do que os compromissos financeiros contratuais, é necessário que se tenha uma margem de segurança capaz de suprir, no mínimo, a diferença de variância entre o fluxo de caixa oriundo dos ativos de capital e os pagamentos de compromissos de dívidas.

De acordo com Minsky (1977), existiriam três tipos de margem de segurança possíveis para as unidades econômicas. O primeiro tipo seria a existência de um excesso de receitas esperadas em relação aos compromissos contratuais para todos os períodos. O segundo tipo refere-se ao fato de que as unidades podem manter o valor presente dos seus ativos sempre superior ao valor presente dos seus passivos. Por fim, o terceiro tipo de margem refere-se à acumulação de *cash kickers*, ou “trunfos monetários” em tradução livre, que seriam ativos financeiros de altíssima liquidez que permitiriam superar choques inesperados sem alterar o funcionamento normal da unidade.

Desta forma, a fragilidade financeira de uma firma será definida em Minsky primeiramente pela capacidade da unidade econômica de gerenciar os seus fluxos monetários de forma a atender a sua restrição de sobrevivência, mas também pela disponibilidade – ou indisponibilidade – de um excedente de recursos líquidos que permitam que a firma lide com a incerteza inerente ao seu fluxo de caixa e que pode afetar a sua estrutura de ativos e passivos. Tendo isto em vista, Minsky (1992) propõe uma tipologia para a classificação das unidades econômicas quanto ao risco associado à sua capacidade de cumprir com as suas obrigações financeiras, dividindo as unidades em três categorias: *hedge*, especulativa e Ponzi.

As unidades *hedge* seriam aquelas em que a totalidade dos seus compromissos financeiros contratuais (juros e principal) podem ser pagos apenas com o seu fluxo de caixa esperado. Estas seriam unidades que não precisariam a priori se preocupar com a sua solvência em virtude de mudanças na condição dos mercados financeiros. Os riscos associados à estrutura financeira destes agentes derivariam, majoritariamente, da possibilidade de frustração de suas receitas esperadas.

Especulativas são as unidades que sabem que não serão capazes de honrar por completo as suas obrigações financeiras na data de vencimento apenas com o seu fluxo de caixa esperado. Estes agentes conseguiriam pagar os juros dos financiamentos contratados, porém não conseguiriam pagar ao menos parte do principal de suas dívidas. Ao contrário das unidades *hedge*, as unidades especulativas estão expostas ao risco de mudanças nas condições de financiamento. Tendo em vista que terão que recorrer a capital de terceiros no futuro para honrar os compromissos contratuais passados, essas unidades podem ter de se submeter a condições de financiamento mais adversas para manter a sua solvência.

Por fim, no caso das unidades econômicas classificadas como Ponzi, a magnitude da disparidade entre as receitas esperadas e as obrigações financeiras é substancial, sendo estas incapazes de pagar não somente o principal das suas dívidas como também os juros. Desta forma, é inevitável que o nível de endividamento dessas unidades tenda a crescer de forma indeterminada, estando altamente expostas às mudanças futuras na condição de financiamento.

Se o tipo de unidade que prevalece em uma economia refere-se a unidades *hedge*, então esta economia poderia ser caracterizada como estável. Neste caso, frustrações nos fluxos de caixa seriam acomodadas pelas margens de segurança e eventuais choques seriam acomodados pelas unidades. Entretanto, quanto maior a participação de unidades especulativas e Ponzi, maior a tendência desta economia responder de modo a amplificar os choques e desequilíbrios, possivelmente desaguando numa situação de instabilidade. Como coloca o autor:

In particular, over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move from a financial structure dominated by hedge finance units to a structure in which there is large weight to units engaged in speculative and Ponzi finance. Furthermore, if an economy with a sizeable body of speculative financial units is in an inflationary state, and the authorities attempt to exorcise inflation by monetary constraint, then speculative units will become Ponzi units and the net worth of previously Ponzi units will quickly evaporate. Consequently, units with cash flow shortfalls will be forced to try to make position by selling out position. (MINSKY, 1992, p.8).

Conforme tratado até aqui, a dinâmica da fragilidade financeira das unidades econômicas descrita por Minsky busca evidenciar como ao longo do ciclo econômico estes agentes tendem a caminhar de posturas financeiras mais robustas para uma maior exposição financeira. Este processo está intimamente ligado à dinâmica da sua estrutura de ativos, passivos e do seu fluxo de caixa ao longo do ciclo. Conforme apresentado anteriormente, o processo de financeirização das firmas não-financeiras implicaria em uma mudança na gestão patrimonial destas empresas de tal forma que a sua estrutura de ativos se altera, com um maior acúmulo de ativos financeiros em detrimento de ativos fixos, bem como os seus passivos, com um aumento da alavancagem, e a dinâmica do seu fluxo de caixa, que passa a depender cada vez mais da rentabilidade dos mercados financeiros e menos do comércio de bens e serviços.

Desta forma, é natural pensar que o processo de financeirização das ENFs possui uma relação direta com sua fragilidade financeira, uma vez que as mudanças desencadeadas se dão justamente nos elementos definidores da fragilidade, nos termos descritos por Minsky. Apesar disto, esta relação ainda é pouco explorada pela literatura. A próxima seção se dedicará a buscar possíveis interconexões entre financeirização e fragilidade financeira no âmbito das firmas não financeiras. Dada a complexidade destas relações, mais do que definir uma causalidade, serão estabelecidas hipóteses a serem verificadas empiricamente no Capítulo 4 do presente trabalho.

### 1.3 FINANCEIRIZAÇÃO E FRAGILIDADE FINANCEIRA

O processo de financeirização das firmas não-financeiras implicou mudanças em seu comportamento, de forma que a gestão dos seus ativos, passivos e dos seus fluxos de caixa foi alterada. Essa nova lógica compreende a busca destas empresas por novas oportunidades de investimentos objetivando a maximização dos seus lucros, através de uma maior interação com os mercados financeiros; e a pressão que essas firmas passam a sofrer por parte dos seus acionistas e credores para que a sua governança esteja voltada para a maximização do preço de suas ações ao longo do tempo e pela maior distribuição de resultado por parte das firmas.

Desta forma, ao se financeirizarem, as firmas mudam a dinâmica da sua relação com o setor financeiro, seja através da sua estrutura de passivos, dos seus ativos, das suas fontes de entrada de fluxo de caixa ou dos compromissos financeiros por elas assumidos. O processo de financeirização acaba interagindo com a dinâmica da fragilidade financeira destas unidades econômicas. Tendo isto em vista, a presente seção buscará descrever no âmbito teórico as possíveis interações entre a financeirização das firmas não-financeiras e a sua fragilidade financeira. Muito embora a literatura tangencie essas discussões em diversos momentos, após extensa pesquisa na literatura, parece não haver trabalhos que se ocuparam de sistematizar essas interações ou teorizar de forma mais organizada sobre essas questões<sup>6</sup>. Para tanto, se buscará apresentar as principais mudanças que passam a ocorrer nas ENFs que se tornam financeirizadas e analisar os possíveis efeitos destas sobre a fragilidade financeira das empresas.

A análise minskyana sobre a fragilidade financeira das unidades econômica se dá a partir da classificação destas unidades dentro da taxonomia apresentada anteriormente. Formalmente, Minsky (2008) sugere a classificação destas unidades a partir de uma definição da condição de financiamento *hedge* para estas. Dado que  $C_i$  representa o total dos compromissos contratuais de pagamento de dívidas,  $Q_i$ ,  $\bar{Q}_i$  e  $\sigma_{Q_i}^2$  são, respectivamente, a quase renda, sua média e sua variância. Para  $i = 1, \dots, n$  temos que a condição para que uma unidade econômica seja definida como *hedge* pode ser descrita pela seguinte equação:

$$C_i < \bar{Q}_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2$$

Sendo que o coeficiente  $\lambda$  deve ser grande o suficiente para que a probabilidade de que os compromissos financeiros contratuais sejam maiores do que a quase-renda seja aceitavelmente pequena. Seguindo Minsky (2008) podemos reescrever esta equação adicionando o conceito de margem de segurança conforme a equação a seguir:

$$C_i < \tau(\bar{Q}_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2)$$

---

<sup>6</sup> Davis (2016), por exemplo, fala dos efeitos da financeirização sobre a alavancagem das firmas, mas a passagem da alavancagem para a fragilidade financeira não é trivial (PEDROSA, 2019). Outro exemplo é Sinapi (2013) que discute a relação entre financeirização e fragilidade sob uma perspectiva institucionalista, com foco nos estágios do capitalismo discutidos por Minsky e pelas transformações trazidas pela financeirização, mas não discute os mecanismos ou canais de transmissão teóricos relativos à financeirização e fragilidade. Até onde se sabe, o tratamento apresentado neste trabalho tem caráter inédito, o que constitui uma das contribuições aventadas por ele.

Onde  $\tau$  representa um valor entre 0 e 1 denotando a margem de segurança nos fluxos de caixa da unidade econômica. O cumprimento desta condição, em todos os períodos, caracterizaria uma unidade econômica como *hedge*. Já uma estrutura financeira especulativa seria representada por aquelas unidades econômicas onde os compromissos contratuais de pagamentos superam a quase-renda esperada, por alguns períodos, tipicamente no curto prazo. Por fim, as unidades Ponzi seriam aquelas que as quase-rendas superam os compromissos financeiros contratuais em todos os períodos (MINSKY, 2008).

Desta forma, a partir da formalização proposta por Minsky (2008) a respeito da posição das unidades econômicas, podemos definir os elementos da estrutura financeira das firmas não-financeiras que definirão estas como *hedge*, especulativa ou Ponzi, permitindo analisar o impacto do processo de financeirização destas firmas sobre o seu nível de fragilidade financeira.

O primeiro ponto a ser analisado diz respeito aos compromissos financeiros contratuais, ou seja, às mudanças que ocorrem na estrutura de passivos das firmas não financeiras bem como o efeito sobre as características das despesas contratuais assumidas por estas. Além disto, deve-se observar as mudanças trazidas pelo processo de financeirização das firmas sobre as receitas monetárias advindas dos ativos das empresas (quase-rendas), bem como a volatilidade destas receitas. Por fim, devemos analisar o impacto da financeirização destas firmas sobre as suas margens de segurança.

A presente seção buscará descrever estas relações objetivando compreender os possíveis canais de transmissão da financeirização sobre a fragilidade das firmas não-financeiras. Cabe destacar que, apesar da análise aqui apresentada tratar de forma isolada os diferentes componentes da estrutura financeira das firmas, estes elementos interagem entre si, possibilitando que o efeito resultante total seja diferente das análises parciais – podendo ser, inclusive, ambíguo ou indeterminado. Em outras palavras, o objetivo do presente capítulo não é definir uma relação unívoca entre financeirização e fragilidade financeira, mas sim, primordialmente, mapear as possíveis interações entre estes dois processos buscando melhor compreender os efeitos da financeirização sobre a fragilidade das firmas não-financeiras.

### **1.3.1 Aumento de ativos financeiros e fragilidade financeira**

A partir do que foi apresentado anteriormente, compreende-se que, em uma economia financeirizada, as firmas não-financeiras passam a acumular uma parcela maior dos seus ativos na forma de ativos financeiros. Ao alterar a composição de sua estrutura de ativos e suas fontes de receitas, espera-se que esta estratégia empresarial gere efeitos sobre o nível de fragilidade

financeira da firma. Para analisar o efeito resultante desta mudança torna-se necessário compreender as alterações que são geradas na estrutura dos balanços desta firma.

Em um primeiro momento, um aumento da participação de ativos financeiros na composição dos ativos totais da firma aparenta gerar uma menor exposição das firmas à incerteza, quando comparada aos investimentos em capital fixo, em virtude da maior liquidez característica, gerando um aumento da margem de segurança de operação destas firmas. Nos termos descritos por Minsky (2008), a dinâmica financeira das unidades econômicas impõe níveis distintos de incerteza quanto ao fluxo de caixa derivado dos seus ativos e passivos. A entrada de fluxo de caixa derivada do processo produtivo e primordialmente da realização de investimentos em capital fixo é inerentemente incerta.

É a partir desta dinâmica que Minsky (2008) vai destacar que para uma unidade econômica ser considerada financeiramente robusta, não basta que o fluxo de caixa esperado do processo produtivo seja maior do que os compromissos financeiros contratuais, é necessário que se tenha uma margem de segurança capaz de suprir, no mínimo, a diferença de variância entre o fluxo de caixa oriundo dos ativos de capital e os pagamentos de compromissos de dívidas.

Conforme aponta Minsky (2008):

A hedge-financing unit expects the cash flow from operations to generate sufficient cash to meet payment commitments on account of debts. However, accidents (and recessions) can happen, and the cash flows from operations may fall short of anticipations and of the amount required by commitments on debts. To protect against such possibilities, a unit will own money and marketable financial assets beyond what is needed for transactions. As Keynes noted, it is convenient (as an implicit insurance policy) to hold assets in the form in which debts are denominated. (MINSKY, 2008, p. 372).

Desta forma, ao descrever o seu conceito de margem de segurança, Minsky destaca que a ação de acumular caixa e ativos financeiros líquidos e transacionáveis (*cash kickers*) por parte das firmas não-financeiras é uma estratégia que gera maior segurança a estas unidades frente às incertezas que constituem o processo produtivo. Em um exercício empírico, por exemplo, Demir (2009) comparou o efeito de choques cambiais sobre as empresas manufatureiras da Turquia separando as empresas pela proporção de ativos financeiros que detinham. A conclusão é que as que estavam mais expostas aos ativos financeiros reduziram significativamente o impacto de choques negativos por possibilitarem “uma diversificação do portfólio de investimentos das firmas e funcionarem como um amortecedor contra reversões inesperadas do mercado” (DEMIR, 2009, p. 607).

Tendo isto em vista, parece consistente a ideia de que ao manterem uma maior proporção de ativos financeiros no seu portfólio, *ceteris paribus*, as firmas financeirizadas estariam menos expostas às mudanças de mercado. Entretanto, com o atual grau de desenvolvimento e de complexidade dos mercados financeiros e a grande gama de ativos negociados por estes, torna-se difícil a generalização desta questão, pois a categoria “ativos financeiros” engloba uma infinidade de produtos financeiros com características bastante distintas. Conforme destacado anteriormente, de acordo com Minsky (1977, 2008), para que os ativos financeiros sirvam como margem de segurança de operação das empresas, estes devem ser líquidos e transacionáveis no mercado.

A título de exemplo, Fahri e Borghi (2009), ao analisarem as operações financeiras das grandes corporações nas economias emergentes, descrevem que com a liberalização financeira generalizada e o crescimento dos mercados financeiros passou a ser cada vez mais comum essas empresas possuírem maior volume de recursos em tesouraria, destinados inicialmente a negociações no mercado cambial via operações de *hedge*. Entretanto, vendo o aumento do retorno nos mercados financeiros, essas empresas passaram a utilizar estes instrumentos de forma cada vez mais especulativa, tornando-se grandes gestoras de ativos. De acordo com os autores, a partir da crise financeira de 2008 “evidenciaram-se, por meio dos prejuízos financeiros, as apostas equivocadas de corporações ao redor do mundo, sobretudo de economias emergentes” (FARHI; BORGHI; 2009, p. 182).

Desta forma, a hipótese de que o processo de financeirização das firmas não-financeiras gera uma segurança frente às adversidades do mercado pressupõe que estes ativos sejam altamente líquidos e tenham o valor de mercado minimamente estável. Ao analisar o processo de financeirização das firmas não-financeiras da economia dos Estados Unidos, Rabinovich (2019) constata que em termos de ativos financeiros observa-se que somente a conta caixa e investimentos de curto prazo apresentaram crescimento entre os anos de 1990 e 2005. Na mesma linha, Rabinovich e Artica (2020), ao analisarem as economias do Brasil, Chile, México e Peru, constatam que a parcela mais significativa de aumento de ativos financeiros por parte das firmas não-financeiras se deu em investimentos de curto prazo e de alta liquidez. Estes resultados reforçam a ideia de que, em uma economia financeirizada, as firmas não-financeiras passam a acumular uma maior quantidade de ativos financeiros líquidos, contribuindo com o aumento da margem de segurança e reduzindo o nível de fragilidade financeira.

A partir dessa discussão, podemos apresentar a primeira hipótese que, conforme dito anteriormente, será analisada empiricamente no Capítulo 4, assim como as outras hipóteses a serem estabelecidas.

***Hipótese 1: a financeirização aumenta a parcela de ativos líquidos nos portfólios das ENFs, reduzindo o grau de fragilidade financeira.***

É importante mencionar que não basta que os ativos sejam líquidos para que constituam uma boa margem de segurança para as unidades econômicas. Ao analisar a estratégia de manter o valor presente dos ativos superiores aos passivos como margem de segurança, Minsky (1977) destaca que, em virtude de o mercado de ativos fixos ser, na maior parte das vezes, bastante restrito, este excesso de valor presente pode “evaporar” em um momento de crise e deflação de ativos que necessite de uma venda constante destes para honrar os compromissos financeiros. Apesar de Minsky estar tratando de ativos fixos, tal observação pode fazer sentido para algumas modalidades de ativos financeiros. Caso os ativos acumulados pela unidade econômica, mesmo que altamente líquidos, tenha uma grande volatilidade de preço – por exemplo, títulos públicos federais de maturidade mais longa, como as NTN-B –, principalmente no caso desta variação ser pró-cíclica, esta unidade pode ver a sua margem de segurança, que em um momento de normalidade se mostra robusta, “evaporar” no momento de adversidade do mercado, justamente quando ela se faz mais necessária.

Como vimos, outra mudança trazida pelo processo de financeirização das firmas não-financeiras, e bastante destacada pela literatura de financeirização, é o aumento da participação das receitas financeiras em relação à receita total das empresas. Dentro desta perspectiva, as mudanças que ocorrem na composição dos ativos das firmas não-financeiras decorreriam da busca por novas fontes de receitas, no mercado financeiro, com uma redução da participação das receitas derivadas do processo produtivo das empresas (CROTTY, 2003; KRIPPNER, 2005; ORHANGAZI, 2008; EPSTEIN, 2005).

Esta dinâmica tenderia a gerar algumas mudanças na estrutura financeira das empresas, podendo ocasionar efeitos sobre a fragilidade financeira destas firmas. Em primeiro lugar, cabe salientar que, partindo da lógica minskyana, o nível de fragilidade financeira do agente econômico será definido a partir da capacidade do seu fluxo de caixa esperado saldar os seus compromissos financeiros contratuais, independente da origem deste fluxo de caixa, seja ele derivado de fontes produtivas ou financeiras. Em um contexto de incerteza, a variância deste fluxo de caixa se torna central para a definição da fragilidade financeira.

Conforme destaca Orhangazi (2007), as receitas financeiras são inerentemente mais voláteis do que as entradas derivadas das operações produtivas das firmas. Desta forma, tem-se uma tendência de que ao adotarem uma estratégia financeirizada, aumentando a participação de receitas financeiras nos lucros, as firmas não financeiras passariam a elevar o seu nível de fragilidade em função da maior variância destas receitas em relação às tradicionais fontes de fluxo de caixa. Porém, cabe uma maior qualificação deste processo, dado que as diferentes fontes de receitas financeiras estão sujeitas a diferentes níveis de volatilidade. Parece razoável considerar que uma empresa em que uma parcela significativa dos lucros é derivada de operações no mercado acionário ou de derivativos se depara com uma grande variância do seu fluxo de caixa. Porém, geralmente, esta não será a situação no caso em que estes ganhos advenham de títulos financeiros pré-fixados.

Entretanto, ao aumentarem a participação das receitas financeiras em relação às receitas totais, as firmas não-financeiras passam a se expor a novas fontes de riscos, mesmo que a volatilidade das receitas destes ativos seja menor do que a volatilidade das receitas advindas do processo produtivo da empresa. Ao passo em que no mercado de bens e serviços o risco de demanda predomina nas incertezas com as quais as firmas se deparam, ao se aventurarem no mercado financeiro, essas empresas poderão estar altamente expostas às mudanças na taxa de juros da economia e aos riscos de crédito e de mercado. Ou seja, novos riscos serão introduzidos nas receitas esperadas das firmas não-financeiras, sendo estas agora dependentes não somente do comportamento do mercado de bens como também dos mercados financeiros (ORHANGAZI, 2007). Diante disso, apresentamos nossa segunda hipótese:

***Hipótese 2: a maior dependência de receitas de fontes financeiras por parte das ENFs gera maior volatilidade dos fluxos de entrada de caixa e dos preços de ativos nos balanços, resultando em um aumento da fragilidade financeira.***

Para a firma, ao se engajar em um processo de financeirização, o aumento da participação de receitas financeiras em seu fluxo de caixa seria o seu objetivo final, nos termos descritos por Kripnner (2005). Para tanto, a estratégia mais simples possível para que a unidade econômica incremente a relação entre receitas financeiras e receitas operacionais é a partir do aumento da relação entre ativos financeiros e ativos fixos na sua estrutura de ativos. Desta forma, essas duas mudanças estão intimamente conectadas no processo de financeirização da firma. Além disso, ao pensarmos na fragilidade financeira e no conceito de margem de segurança, nos termos descritos por Minsky, podemos dizer que esses dois processos também

são complementares. Sendo assim, para definirmos o nível de fragilidade de uma unidade econômica devemos olhar não somente o seu fluxo de caixa ou a sua estrutura de ativos, mas primordialmente a compatibilidade entre estes dois termos.

Assim sendo, o processo de financeirização das firmas não-financeiras, ao desencadear um aumento da participação de ativos financeiros na composição de portfólio destas empresas, tenderia, em linhas gerais, a melhorar a posição financeira destas a partir do acúmulo de *cash kickers* que permitiriam uma maior resiliência das firmas frente às incertezas inerentes ao mercado. Entretanto, apesar de este ser um desdobramento teórico lógico, a partir da discussão de margem de segurança e fragilidade financeira proposto por Minsky (1977), sua generalização não é trivial, sendo necessário qualificar estes ativos tanto em relação a sua liquidez e estabilidade de preço, quanto à forma pela qual foi financiada a sua aquisição.

Notadamente, cabe salientar que, dentro da tradição minskyana, mais importante que o tipo de ativo acumulado pela firma é a forma pela qual foi financiada esta compra. Desta forma, consideramos de partida a hipótese de acúmulo de ativos financeiros por parte das firmas não-financeiras a partir de recursos próprios, seja a partir de lucros retidos ou da venda de outras categorias de ativo. Contudo, no caso desta operação ser realizada a partir de recursos de terceiros, com o aumento de endividamento para acúmulo de ativos financeiros, a questão se tornaria mais complexa, dado que o aumento da participação de ativos líquidos no balanço das empresas seria acompanhado de um crescimento, no mínimo da mesma dimensão, dos compromissos financeiros contratuais. A próxima subseção tratará do tema com mais detalhe.

### **1.3.2 Financeirização e compromissos financeiros contratuais**

O processo de aumento das dívidas e, conseqüentemente, da alavancagem das firmas não-financeiras é comumente descrito como uma das características centrais do processo de financeirização. Apesar disto, talvez seja este o ponto de menor destaque dado pela literatura tanto nos desenvolvimentos teóricos como nas evidências empíricas. Conforme destaca Palley (2013), as firmas não-financeiras, ao se engajarem em uma estratégia financeirizada, passam a fazer parte do “culto do financiamento via dívida”, passando a ter uma dinâmica patrimonial e de fluxo de caixa próximas à lógica operada pelos agentes financeiros. Alguns trabalhos buscaram avaliar empiricamente o processo de aumento do endividamento e o conseqüente aumento das despesas financeiras por parte das firmas não-financeiras, principalmente para a economia norte americana (DAVIS, 2016; KRIPPNER, 2005; RABINOVICH, 2019; STOCKHAMMER, 2004). Partindo-se do pressuposto de que esta constatação é verdadeira,

torna-se necessário para os objetivos deste trabalho compreender qual o efeito desta mudança sobre o nível de fragilidade financeira das firmas.

Olhando isoladamente para o passivo das empresas, tem-se que uma expansão do endividamento por parte das firmas não-financeiras representa um aumento dos compromissos financeiros contratuais por parte destas, aumentando, tudo o mais constante, o seu nível de fragilidade financeira. Entretanto, para dado tamanho de balanço, o processo de expansão do passivo necessariamente gerará uma redução do patrimônio líquido ou uma expansão dos ativos, ou uma combinação de ambos. Contudo, o processo de aumento da alavancagem por si só não é suficiente para explicar o aumento da fragilidade financeira de uma firma: as firmas podem expandir seus passivos para adquirir ativos financeiros líquidos geradores de receitas e, com isso, gerar maior folga de caixa – a depender dos custos de passivo (ou das taxas de captação) e das taxas de aplicação dos ativos. Para que a fragilidade aumente, é necessário que a expansão dos compromissos financeiros contratuais, decorrentes do aumento da alavancagem, seja superior à expectativa de receitas, corrigidas pela sua volatilidade, derivada desta operação. Em outras palavras, dependerá da destinação dos recursos captados com o endividamento, o que não pode ser determinado a priori.

De acordo com Palley (2013), a partir do processo de financeirização, três seriam os principais motivos para que as firmas não-financeiras passem a operar de forma mais alavancada: pressão dos mercados financeiros; gestão especulativa da firma; e estratégias de valorização do capital.

A primeira abordagem vai tratar que o processo de financeirização desencadeia uma mudança na relação de poder entre os setores financeiro e não-financeiro, passando o segundo, cada vez mais, a ter uma relação subordinada ao primeiro. Dentro desta concepção, a expansão do endividamento das firmas não-financeiras, além de exercer um papel disciplinador sobre estas, ainda garantiria que uma parcela crescente dos recursos gerados por estas empresas sejam destinados aos agentes financeiros. O aumento do endividamento é uma forma de drenar os recursos livres das empresas, deixando menos disponibilidade de recursos para outros requerentes do seu fluxo de caixa (PALLEY, 2013). A título de exemplo, Bronars e Deere (1991) apresentam como o aumento do endividamento das firmas passa a gerar uma proteção dos recursos dos acionistas e credores contra as demandas salariais dos empregados, a partir da redução de fundos disponíveis das firmas e a consequente redução do poder de barganha dos trabalhadores.

O segundo motivo para que as firmas não-financeiras se engajem em uma estratégia de expansão das dívidas e aumento da alavancagem decorreria do fato de que o processo de

financeirização faz com que estas empresas passem a operar, cada vez mais, de forma semelhante aos agentes financeiros, expandindo o caráter especulativo das suas operações. Neste contexto, estas empresas passariam não somente a adotar uma estratégia de aumento da aquisição de ativos financeiros como também de se endividar para isto, buscando alavancar os seus retornos. Em um contexto de queda da rentabilidade nos mercados de bens e serviços e de aumento dos ganhos gerados pelos mercados financeiros, as firmas deslocariam a sua operação para estes na busca de maiores taxas de retorno (CROTTY, 2005). Buscando aumentar os ganhos e adotando uma postura mais especulativa, antes as firmas se alavancavam em busca de aumentar a taxa de retorno sobre o capital próprio com bens de capital, agora, continuam agora a ter o mesmo comportamento, entretanto, operando nos mercados financeiros. A partir dessa discussão, apresentamos nossa terceira hipótese:

***Hipótese 3:** o aumento da alavancagem das ENFs gera maior susceptibilidade a mudanças nas condições de mercado (taxa de juros e disponibilidade de financiamento) ocasionando um aumento da fragilidade financeira.*

A literatura destaca que o aumento da alavancagem das firmas não-financeiras também estaria ligado a uma estratégia de geração de lucros nos mercados financeiros a partir de ganhos de capital da empresa. Dentro da literatura merecem destaque duas estratégias típicas adotadas pelas firmas em um ambiente financeirizado: aumento das operações de fusão e aquisição; e a orientação de maximização do valor do acionista. A primeira delas estaria ligada ao processo de captação de recursos de terceiros pelas firmas para a realização de operações hostis e alavancadas de fusão e aquisição, instrumento que ficou conhecido como *Leveraged Buyouts* (LBO).

De acordo com Knafo e Dutta (2020), este processo inicia-se a partir dos anos 1960 nos Estados Unidos, quando alguns conglomerados econômicos passam a adotar uma prática de, através do aumento da alavancagem, adquirir outras empresas com o objetivo de valorização das suas ações e consequente ganho de capital por parte dos acionistas. Já em relação ao *Maximizing Shareholder Value*, destaca-se o processo de elevação das dívidas das empresas visando financiar operações de recompra de ações, objetivando a valorização destas no mercado secundário, satisfazendo os interesses dos acionistas e gerando ganhos de capital para as firmas.

Ou seja, ao se engajar em uma estratégia financeirizada, a firma estaria expandindo o seu endividamento para promover uma valorização das suas ações e satisfazer os interesses do mercado financeiro, através de operações de fusão e aquisição e de recompra de ações, ou para

passar a operar de forma semelhante aos bancos, se alavancando para operar nos mercados financeiros buscando maiores retornos. No primeiro caso, torna-se nítido um processo de crescimento da fragilidade financeira da firma, dado que o aumento dos compromissos financeiros contratuais não vem acompanhado de uma subida na expectativa de receitas futuras, que possam fazer frente a estes desembolsos futuros. Já a segunda situação dependerá dos retornos que serão gerados pelas operações no mercado financeiro, mas, num primeiro momento, representam o comprometimento de recursos obtidos de terceiros que poderiam ter usos alternativos. Dessa forma, propomos a quarta hipótese:

***Hipótese 4:** Operações de leveraged buyout e recompra alavancada de ações estão associadas a um aumento na fragilidade financeira.*

Ao elevar significativamente a sua alavancagem, as firmas estariam aumentando a sua exposição a maiores riscos em sua operação, dado que pequenas mudanças nas taxas de juros implicariam em uma enorme dificuldade destas firmas de honrarem os seus compromissos financeiros contratuais. Desta forma, ao expandirem o seu endividamento, dentro de uma dinâmica financeirizada, as firmas não-financeiras aumentariam os seus compromissos financeiros contratuais, com uma maior destinação dos recursos de suas operações para o pagamento de dívidas, sem necessariamente aumentar o seu fluxo de caixa esperado, ou ao menos aumentando a volatilidade deste, estando mais vulneráveis às situações de reversão do ciclo econômico.

### **1.3.3 Distribuição de Lucros e Dividendos**

Por fim, a última mudança aqui analisada em relação ao processo de financeirização das firmas não-financeiras trata do aumento da distribuição de lucros e dividendos por parte destas empresas em uma economia financeirizada. Conforme destacado anteriormente, este processo seria derivado primordialmente de um desequilíbrio na relação de forças entre as firmas e o mercado financeiro, onde o segundo passaria a exigir retornos maiores e em um menor espaço de tempo. Além disso, conforme destaca Crotty (2005), o processo de conciliação de interesses entre gestores e acionistas das empresas implicou mudanças em que aqueles passariam a ter ganhos variáveis que dependeriam dos resultados que a empresa gere para os seus acionistas. Tal dinâmica implicaria em um incentivo a estratégias de valorização do preço das ações e de distribuição de resultados.

Este é um tema amplamente discutido pela literatura que trata do tema da financeirização, principalmente no que diz respeito ao impacto do aumento da distribuição de dividendos no investimento das firmas não-financeiras (DAVIS, 2016; STOCKHAMMER, 2008; BOYER, 2000; VAN DER ZWAN, 2014; TORI, ONARAN; 2018). Conforme destaca Van Treek (2008), ao destinar um maior volume de recursos para a distribuição de lucros e dividendos, as firmas não-financeiras drenam recursos que antes estariam disponíveis para o investimento produtivo, diminuindo o seu desempenho de longo prazo.

Desta forma, ao aumentar a proporção de recursos próprios destinados à distribuição de lucros e dividendos, o processo de financeirização poderia afetar a fragilidade financeira das firmas através de dois possíveis canais. O primeiro se daria pela redução do fluxo de caixa esperado da firma, dada a redução do investimento produtivo. Mantidas as estruturas de passivos inalteradas, as firmas tenderiam a enfrentar no médio/longo prazo maiores dificuldades para honrar os seus compromissos financeiros derivadas de uma redução do seu fluxo de caixa esperado, aumentando o seu nível de fragilidade financeira.

A segunda possibilidade se daria no caso de o aumento na distribuição de lucros e dividendos não reduzir o investimento das firmas na mesma magnitude, passando estes a serem financiados em uma proporção cada vez maior por recursos de terceiros, dado que os recursos próprios das firmas seriam destinados cada vez mais para a remuneração dos acionistas. Neste caso, a tendência seria também de um aumento na fragilidade financeira da firma, sendo que, mesmo que o fluxo de caixa esperado aumente em relação aos compromissos financeiros assumidos, eles possuem um nível de incerteza superior às dívidas assumidas pela empresa. Este é o processo central de endogeneidade do aumento da fragilidade financeira descrito por Minsky (2008).

Além disso, o aumento no volume de recursos distribuídos na forma de lucros ou dividendos representa por si só uma redução dos recursos livres das empresas, reduzindo o caixa disponível para honrar com seus compromissos financeiros ou para serem acumulados na forma de *cash kickers*. Diante dessa situação, apresentamos a quinta hipótese:

***Hipótese 5: O aumento da distribuição de lucros e dividendos pelas ENFs drena os recursos disponíveis da firma gerando um aumento na fragilidade financeira.***

Por fim, cabe destacar que, conforme tratado por Orhangazi (2007), a dinâmica de financeirização das firmas não-financeiras implica um aumento na distribuição de lucros e dividendos por parte destas que, apesar de não serem necessariamente compromissos

financeiros contratuais, possuem um caráter quase certo, dada a pressão exercida pelos mercados financeiros para que aumentem as distribuições para os acionistas. Analogamente à noção de restrição de sobrevivência, caso a firma seja incapaz de distribuir os recursos demandados pelos acionistas, estas estariam sujeitas a penalidades que ameaçariam a sua existência, como uma queda abrupta do valor das suas ações e exposição a processos hostis de aquisição. De acordo com Orhangazi (2007, pg. 7), “at a time of earnings crisis, the NFCs now face the danger of not being able to meet either contractual (interest) or noncontractual (dividends and stock buybacks) financial payments, each of which implies further instability”.

Ou seja, em uma economia financeirizada, onde os acionistas possuem um grande poder na interação com as empresas, dado que qualquer atrito na relação geraria uma queda no valor de mercado das firmas, a distribuição de resultados em níveis que satisfaça os mercados financeiros constituiria uma forma de aumento nos seus compromissos financeiros, que apesar de não terem caráter contratual, afetariam a sobrevivência das firmas da mesma forma que qualquer tipo de endividamento.

#### 1.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As discussões em torno dos conceitos de financeirização e fragilidade financeira têm recebido uma atenção crescente por parte da literatura econômica. Apesar disso, pouco é tratado sobre as interconexões entre estes dois conceitos. Tendo isto em vista, o presente capítulo buscou traçar as possíveis relações existentes entre a fragilidade financeira, nos termos descritos por Minsky (2008), e o processo de financeirização das firmas não-financeiras. Para tanto, buscou-se trazer, à luz da literatura que trata sobre financeirização, as principais mudanças que passam a ocorrer nas empresas em um contexto de crescimento de importância do setor financeiro em uma economia. A partir destas mudanças se buscou delinear o efeito deste processo sobre a fragilidade financeira das firmas.

As mudanças tratadas no presente capítulo dizem respeito ao aumento da participação de ativos financeiros no balanço patrimonial das firmas, o aumento das receitas financeiras, o aumento da alavancagem e o crescimento no volume de recursos distribuídos na forma de lucros ou dividendos. De acordo com o discutido no presente capítulo, os efeitos da financeirização são divergentes sobre a fragilidade financeira. Se, por um lado, o acúmulo de ativos financeiros representa um aumento na disponibilidade de *cash kickers* por parte das firmas, outros fatores, como o aumento da volatilidade das receitas poderia gerar uma situação mais frágil para as finanças da empresa.

Além disso, um aumento da alavancagem da empresa tenderia a aumentar a fragilidade das ENFs, uma vez que amplia o valor dos seus compromissos financeiros contratuais sem um correspondente aumento do seu fluxo de caixa esperado. Por fim, o aumento de pagamento de dividendos por parte das firmas acabaria por drenar recursos monetários disponíveis das empresas diminuindo a sua capacidade de honrar seus compromissos financeiros, fazendo com que a firma se encontre em uma situação mais frágil.

Estas conclusões foram resumidas nas cinco hipóteses apresentadas. Entretanto, dada a complexidade desta relação, torna-se necessário avaliar empiricamente essas hipóteses. Para tanto, os próximos capítulos irão ser dedicados a avaliar empiricamente esta relação para a economia brasileira entre os anos de 2010 e 2019. O Capítulo 2 buscará avaliar a evolução da fragilidade financeira das ENFs de capital aberto brasileiras no período de análise a partir da classificação destas empresas na taxonomia minskyana. No Capítulo 3 será apresentado o processo de financeirização das firmas, a partir da análise de indicadores de financeirização selecionados. O Capítulo 4 será finalmente dedicado a testar as hipóteses aqui levantadas a partir de um modelo econométrico, buscando relacionar os indicadores apresentados no Capítulo 3 com o nível de fragilidade financeira das firmas.

## **2 FRAGILIDADE FINANCEIRA DAS EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL (2007-2019)**

Conforme tratado no Capítulo 1, ao se alterar a estrutura patrimonial das firmas não-financeiras, bem como o seu fluxo de receitas e despesas, o processo de financeirização acabaria por impactar o nível de fragilidade financeira por meio de diferentes canais de transmissão e, possivelmente, em direções diferentes, existindo mudanças que levariam as firmas a situações financeiras mais frágeis e que outras poderiam melhorar a situação financeira da firma. Analisar esta relação, de forma empírica, constitui-se o objetivo principal do presente trabalho.

Entretanto, tal análise pressupõe, em primeiro lugar, a utilização de metodologias que permitam analisar empiricamente tanto a fragilidade financeira – de forma coerente com o modelo teórico exposto por Minsky (2008), apresentado no capítulo anterior –, como a mensuração da financeirização das firmas não-financeiras. Nos últimos anos, diversos trabalhos apresentaram diferentes formas de se medir a fragilidade financeira ao nível da firma em um contexto minskyano (MULLIGAN, 2013; NISHI, 2019; TORRES FILHO, MARTINS e MIAGUTI, 2018; CALDENTEY; NEGRONT; LOBOS., 2019; DAVIS; SOUZA; HERNANDEZ, 2019; PEDROSA, 2019). Apesar de o próprio Minsky formalizar matematicamente a mensuração da fragilidade ao nível das unidades econômicas, a aplicação empírica de tal conceito não é trivial, dada a incompatibilidade das equações formuladas apresentadas por Minsky (2008) com as informações contábeis disponíveis das companhias de capital aberto, o que se soma às dificuldades práticas de se incorporar o conceito de incerteza fundamental em mensurações empíricas.

Tendo isto em vista, o presente capítulo tem como objetivo apresentar as diferentes formas em que a literatura tem mensurado a fragilidade financeira das unidades econômicas, bem como utilizar a medida apresentada por Torres Filho, Martins e Miaguti (2018) para mensurar e avaliar a evolução da fragilidade financeira das firmas brasileiras de capital aberto. Tal resultado subsidiará ainda o modelo que será proposto no Capítulo 4, cujo objetivo é relacionar o processo de financeirização e a fragilidade financeira das firmas brasileiras. Por fim, com o objetivo de melhor visualizar a dinâmica da fragilidade financeira para as firmas brasileiras no período, será realizada uma análise setorial da fragilidade financeira das firmas. Para isso, foram analisadas as demonstrações contábeis de 464 empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto entre os anos de 2007 e 2019, utilizando informações da base de dados da Economatica.

O presente capítulo está dividido em seis seções. A primeira delas será dedicada a apresentar uma revisão da literatura referente à mensuração empírica da fragilidade financeira ao nível da firma, apresentando as diferentes metodologias, bem como os benefícios e os problemas inerentes a cada abordagem. A segunda seção irá apresentar de forma detalhada o Índice de Fragilidade Financeira e o Índice Setorial de Fragilidade Financeira propostos por Torres Filho, Martins e Miaguti (2018) que servirão como base para as análises empíricas realizadas no presente trabalho.

Na terceira seção será apresentada a conjuntura macroeconômica brasileira entre os anos de 2007 e 2019, visando subsidiar a análise da evolução da fragilidade financeira no período. As duas seções subsequentes serão dedicadas a analisar, respectivamente, a dinâmica da fragilidade financeira ao nível da firma e em nível setorial para o período proposto para as empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil. Por fim, na sexta seção serão apresentadas algumas conclusões referentes aos resultados empíricos do presente capítulo.

## 2.1 ANÁLISE EMPÍRICA DA FRAGILIDADE FINANCEIRA AO NÍVEL DA FIRMA

Grande parte da literatura empírica em relação à Hipótese da Instabilidade Financeira minskyana realiza esta análise a partir de agregados macroeconômicos. Entretanto, no período recente, tem-se desenvolvido metodologias que permitem analisar a fragilidade financeira a partir da tipologia minskyana das unidades econômicas. O presente trabalho seguirá esta segunda abordagem, com foco na análise das empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil entre os anos de 2007 e 2019. A análise no nível microeconômico pressupõe o desenvolvimento de índices que permitam classificar as unidades econômicas entre *hedge*, especulativa e Ponzi. Tendo isto em vista, a presente seção buscará apresentar os principais avanços recentes na construção de índices que permitam a classificação das unidades econômicas dentro das categorias apresentadas por Minsky.

Um dos primeiros trabalhos neste sentido foi realizado por Mulligan (2013) que, a partir dos dados de mais de 8 mil empresas norte americanas de capital aberto, entre os anos de 2002 e 2009, desenvolveu um índice denominado de *Interest Coverage Index* (IC), dado pela proporção de despesas de juros em relação ao lucro líquido, para classificar as firmas individualmente entre *hedge*, especulativa e Ponzi. O objetivo do trabalho de Mulligan (2013) era avaliar empiricamente a HIF, ou seja, a existência de um caráter pró-cíclico da fragilidade financeira. Formalmente, o índice utilizado por Mulligan (2013) pode ser apresentado da seguinte maneira:

$$IC = \frac{(\text{Resultado líquido} + \text{Despesa com juros})}{\text{Despesa com juros}}$$

Um valor mais elevado para o IC indicaria uma maior capacidade da firma de honrar as suas despesas financeiras, uma vez que a proporção entre o lucro líquido do período e as suas despesas com juros seria maior. A partir do cálculo para cada firma individualmente, Mulligan (2013) classifica as firmas dentro da tipologia minskyana a partir dos seguintes critérios:

$$\begin{aligned} IC &\geq 4 - \textit{hedge} \\ 0 &< IC < 4 - \textit{especulativa} \\ IC &< 0 - \textit{Ponzi} \end{aligned}$$

Tal índice é análogo ao *Interest Coverage Ratio* – índice de cobertura de juros – convencionalmente utilizado pela contabilidade das firmas, visando avaliar a capacidade de pagamento dos juros das dívidas assumidas pela empresa. Esta mensuração é útil à medida em que indica que empresas com maior valor do índice possuem maior capacidade para pagamento dos seus compromissos financeiros do que firmas com um menor valor do índice. Também é uma medida importante para avaliar a evolução ao longo do tempo da capacidade de pagamentos das firmas. Entretanto, para a classificação das firmas dentro da tipologia proposta por Minsky (2008) torna-se uma medida bastante controversa, dado que o valor 4 de corte estipulado para classificação de empresas entre *hedge* e *especulativa* é estabelecido de maneira arbitrária.

Já a classificação das empresas Ponzi é condizente com o modelo teórico de Minsky, uma vez que apresenta aquelas unidades econômicas em que o fluxo de caixa gerado no período é insuficiente para o pagamento dos juros dos seus compromissos financeiros contratuais. Entretanto, a separação entre empresas *hedge* e *especulativa* é realizada de maneira *ad hoc*, uma vez que é justamente o parâmetro de corte, estipulado de forma arbitrária, que define, em última instância, a classificação das firmas.

Após a classificação das empresas, Mulligan (2013) separou-as em oito setores analisando a concentração de cada tipo de unidade por setor ao longo do ciclo econômico. Os resultados apontaram que, em quatro dos oito setores, a Hipótese da Instabilidade Financeira pôde ser verificada, sendo que nestes setores a concentração de firmas especulativas e Ponzi apresentaram uma tendência de queda no período de desaceleração econômica e aumento no período de expansão.

Outro importante trabalho foi realizado por Nishi (2019), também buscando verificar a teoria de ciclo econômico minskyana e o caráter pró-cíclico da fragilidade financeira das unidades econômicas. A partir dos dados contábeis das empresas japonesas de capital aberto entre os anos de 1975 e 2015, Nishi (2019) as classificou segundo o seu fluxo de caixa de acordo com as seguintes condições:

- Hedge se  $Lucro \geq Investimentos + Serviço da dívida + Dividendos$
- Especulativo se  $Lucro \leq Investimentos + Serviço da dívida + Dividendos$ ; e

$$Lucro \geq Serviço da dívida + Dividendos$$

- Ponzi se  $Lucro \leq Investimentos + Serviço da dívida + Dividendos$ ; e

$$Lucro \leq Serviço da dívida + Dividendos$$

Uma primeira contribuição de Nishi (2019) é incluir no fluxo de caixa das empresas, para a sua classificação, os novos investimentos e o pagamento de dividendos, apesar de estas despesas não serem explicitadas nos trabalhos de Minsky. Esses fatores são relevantes, uma vez que é uma medida mais rigorosa em relação à capacidade financeira das firmas – especialmente, num contexto de financeirização. Para que uma empresa seja classificada como *hedge*, ela precisaria gerar um fluxo de caixa suficiente não somente para o pagamento dos seus compromissos financeiros contratuais, mas também seriam necessários recursos excedentes para a manutenção dos seus projetos de investimentos. Além disso, incorporando a discussão em torno da financeirização das firmas não-financeiras, Nishi (2019) apresenta que o pagamento de dividendos neste contexto possui um caráter quase contratual das empresas, sendo análogo ao pagamento do principal das dívidas.

Além desta classificação, Nishi (2019) desenvolve outro índice, ainda mais rigoroso, buscando incorporar os conceitos de margem de segurança e *cash kickers* apresentados por Minsky (2015). Tal índice é bastante inovador, como uma forma de maior aproximação da mensuração empírica em relação ao aparato teórico apresentado por Minsky, uma vez que em um contexto de incerteza fundamental, e conseqüente variância dos fluxos de caixa esperados, a existência de uma margem de segurança é central na definição de fragilidade financeira da firma. Entretanto, apesar da importância de chamar a atenção para esse fato e propor uma primeira tentativa de formular um índice capaz de captar o papel da incerteza na fragilidade financeira, o índice proposto por Nishi (2018) esbarra nas barreiras metodológicas existentes

para a mensuração de um valor presente líquido de um fluxo de caixa esperado, bem como da sua variância, em um contexto de incerteza.

A partir dos resultados, o autor analisou a evolução da condição das empresas ao longo do ciclo econômico e realizou um trabalho econométrico para avaliar os determinantes da fragilidade financeira. Ao contrário da tese minskyana, os resultados apontam que o número de empresas *hedge* aumenta ao longo da expansão e as empresas Ponzi aumentam ao longo da recessão.

Davis, Souza e Hernandez (2019) desenvolveram uma tipologia para as firmas norte americanas entre os anos de 1970 e 2014 com o propósito de observar a distribuição das firmas em relação à situação de fluxo de caixa ao longo do ciclo econômico. A classificação foi realizada a partir das seguintes condições:

- Hedge:  $\text{Fluxo de caixa} - \text{Pagamento de juros} - \text{Pagamento do principal} > 0$
- Especulativo:  $\text{Fluxo de caixa} - \text{Pagamento de juros} > 0$ ; e

$$\text{Fluxo de caixa} - \text{Pagamento de juros} - \text{Pagamento do principal} > 0$$

- Ponzi:  $\text{Fluxo de caixa} - \text{Pagamento de juros} < 0$ ;

A caracterização proposta por Davis, Souza e Hernandez (2019) busca captar uma das formas de se classificar a fragilidade financeira das firmas proposta por Minsky (1982), conforme descreve o autor:

For hedge financing units, the cash flows from participation in income production are expected to exceed the contractual payments on outstanding debts in every period. For speculative financing units, the total expected cash flows from participation in income production when totaled over the foreseeable future exceed the total cash payments on outstanding debt, but the near term payment commitments exceed the near term cash flows from participation in income production, even though the net income portion of the near term cash flows, as measured by accepted accounting procedures, exceeds the near term interest payments on debt. A Ponzi finance unit is a speculative financing unit for which the income component of the near term cash flows falls short of the near term interest payments on debt so that for some time in the future the outstanding debt will grow due to interest on existing debt. (MINSKY, 1982, p. 34).

Desta forma, unidades *hedge* seriam aquelas em que o fluxo de caixa é suficiente para o pagamento dos compromissos financeiros contratuais; unidades especulativas são as que as receitas seriam suficientes para o pagamento dos juros das dívidas, porém não suficiente para o pagamento do principal. Por fim, as unidades do tipo Ponzi seriam incapazes de gerar recursos que fossem suficientes para o pagamento tanto dos juros quanto do principal dos compromissos

financeiros. Essa abordagem possui a virtude de captar com maior exatidão a taxonomia minskyana, principalmente no que tange à separação proposta por Minsky (2008) entre as firmas especulativas e Ponzi.

Utilizando a mesma classificação proposta por Davis, Souza e Hernandez (2019), Pedrosa (2019) buscou classificar as firmas norte americanas visando verificar a validade da Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky através da relação entre a alavancagem, tanto em um nível agregado quanto ao nível da firma, e a fragilidade financeira das empresas, a partir dos dados contábeis das firmas não-financeiras dos Estados Unidos entre os anos de 1970 e 2014. Os resultados apresentados apontam no sentido de não haver um aumento na proporção de empresas do tipo Ponzi e especulativo quando a alavancagem em um nível agregado aumenta na economia. No caso das firmas de grande porte observou-se um aumento na proporção de firmas do tipo *hedge* com o aumento da alavancagem, enquanto o contrário ocorreu com as firmas de pequeno porte.

Torres Filho, Martins e Miaguti (2018) também desenvolveram um índice com o objetivo de avaliar a evolução da fragilidade das firmas brasileiras do setor de distribuição de energia elétrica entre os anos de 2007 e 2015, assim como um índice setorial, que permita mensurar a fragilidade de um setor econômico como um todo. O trabalho é inovador em dois sentidos. Primeiro porque desenvolve uma mensuração mais compatível com os dados disponíveis nas demonstrações contábeis das firmas brasileiras, sem perder a coerência com a proposta teórica minskyana. Além disso, ao apresentar um índice setorial para a análise da fragilidade financeira, permite uma apreciação de questões mais estruturais da fragilidade, possibilitando verificar se seu crescimento provém de firmas individualmente ou se a própria estrutura dos diversos setores econômicos impõe um maior nível de fragilidade.

Baseado nos mesmos índices propostos por Torres Filho, Martins e Miaguti (2018), Caldentey, Negroni e Lobos (2019) expandiram a análise para as empresas não financeiras da América Latina, com dados de empresas da Argentina, Brasil, México, Chile, Colômbia e Peru. O objetivo do trabalho foi comparar a evolução da fragilidade financeira das empresas que emitem dívidas no mercado internacional com as que se financiam exclusivamente no mercado interno. Para tanto, classificou-se 2.241 firmas dos seis países entre os anos de 2010 e 2016. Os resultados apresentaram que as firmas que captam recursos no exterior são em sua maioria classificadas como especulativas e Ponzi, com as firmas *hedge* diminuindo a sua participação consistentemente ao longo do período. Além disto, as empresas que possuem somente dívidas cotadas em sua própria moeda são menos frágeis.

A metodologia desenvolvida em Torres Filho, Martins e Miaguti (2018) e replicada por Caldentey, Negroni e Lobos (2019) será utilizada como referência no presente trabalho, sendo uma exposição mais detalhada do seu desenvolvimento apresentada na próxima seção.

## 2.2 ÍNDICE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA E BASE DE DADOS

Como dito anteriormente, o objetivo desse capítulo é analisar a evolução da fragilidade financeira da economia brasileira entre os anos de 2007 e 2019 a partir da análise do fluxo de caixa das empresas não financeiras de capital aberto. Para tanto, será apresentado nesta seção o desenvolvimento do índice de fragilidade financeira visando classificar as unidades dentro da tipologia proposta por Minsky (1982), de acordo com o seu fluxo de caixa ao longo do período. Um segundo índice será apresentado para mensurar a fragilidade financeira em nível setorial a partir do índice do nível da firma. Os dados contábeis e financeiros das empresas foram obtidos através da base de dados do software Economática. Foram analisadas 464 empresas de capital aberto, sendo todas as que possuem informação disponível na base de dados e que não estão classificadas como do setor financeiro ou de administração de empresas<sup>7</sup>, de acordo com a classificação setorial da bolsa de valores brasileira (B3).

### 2.2.1 Índice de Fragilidade Financeira

Davis, Souza e Hernandez (2019) propuseram um índice simples e claro, baseado na descrição de Minsky (1992) para a classificação das unidades econômicas entre *hedge*, especulativa e Ponzi para a economia norte americana. A ideia básica é comparar o fluxo de entrada de recurso das unidades econômicas com os seus dispêndios com compromissos financeiros, basicamente com o pagamento de juros e do principal da dívida. Seguindo a proposta de Minsky (1992), as empresas seriam classificadas de acordo com o seguinte critério:

- Hedge:  $FC_{it} - J_{it} - A_{it} > 0$
- Especulativo:  $FC_{it} - J_{it} > 0$  e  $FC_{it} - J_{it} - A_{it} < 0$
- Ponzi:  $FC_{it} - J_{it} < 0$ ; e  $FC_{it} - J_{it} - A_{it} < 0$

---

<sup>7</sup> Foi necessário excluir as empresas classificadas no setor “Administração de empresas” pois este é composto majoritariamente por firmas do tipo *holding*, sendo que algumas delas administram, em grande medida, outras firmas financeiras.

Onde  $FC$  representa o fluxo de caixa da unidade econômica,  $J$  a despesa com juros e  $A$  a amortização do endividamento. Todas as variáveis são referentes à unidade econômica  $i$  no período  $t$ . Ou seja, conforme a descrição de Minsky (1992), uma entidade econômica será classificada como *hedge* quando o seu fluxo de caixa for suficiente para pagar os seus compromissos financeiros (juros e amortização). Já em relação às unidades especulativas, o fluxo de caixa é suficiente para horar o pagamento de juros, mas não suficiente para o pagamento do principal da dívida. Por fim, as unidades Ponzi seriam aquelas que o seu fluxo de caixa não seria suficiente para pagar nem mesmo as despesas com juros.

Cabe salientar que a classificação de Minsky (1992) leva em consideração uma análise intertemporal do fluxo de caixa das unidades, de tal forma que o importante para caracterizar a fragilidade financeira seria o descasamento entre fluxos de caixa esperados dos diversos projetos de investimentos assumidos pela unidade e os compromissos financeiros assumidos. Entretanto, faz-se a simplificação de análise das variáveis correntes em virtude das dificuldades metodológicas relativas ao cálculo do fluxo de caixa esperado e das limitações de qualquer técnica para trazer estes dados a valor presente – em particular, quanto à escolha da taxa de desconto (taxa de juros) a ser utilizada. Conforme descreve Nishi (2019), este tipo de simplificação faz com que os índices calculados tratem mais da fragilidade dos projetos de investimento realizados no passado e do fluxo de caixa presente do que a situação futura e intertemporal da unidade.

Apesar de o índice proposto por Davis, Souza e Hernandez (2019) ser bastante simples, faz-se necessário realizar algumas adaptações para a mensuração da fragilidade financeira das empresas brasileiras, em virtude da disponibilidade de dados e das diferenças contábeis das companhias abertas dos Estados Unidos e do Brasil. Desta forma, Torres Filho, Martins e Miaguti (2018) vão propor alguns ajustes para o contexto brasileiro, segundo os quais sugerem que a melhor adaptação para o fluxo de caixa disponível na base de dados seria dada pelos lucros antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA). Por sua vez, o pagamento de juros é dado pela conta de despesa financeira (DF), disponível na demonstração do resultado do exercício das empresas brasileiras, e como *proxy* do pagamento das amortizações utiliza-se o endividamento de curto prazo (ECP), que representa a expectativa de pagamento de principal nos próximos 12 meses.

A partir destas adaptações, a condição limite para que uma empresa seja considerada *hedge* será dada quando o seu EBITDA for pelo menos igual à soma das despesas financeiras do período e do seu endividamento de curto prazo, podendo ser descrita como:

$$EBITDA_{it} = DF_{it} + ECP_{it}$$

Alternativamente, esta relação pode ser escrita como a razão entre os compromissos financeiros e o fluxo de caixa, de tal forma que:

$$\frac{DF_{it} + ECP_{it}}{EBITDA_{it}} = 1$$

Ou seja, caso essa relação seja igual ou menor a 1, a firma pode ser caracterizada como *hedge*, dado que seu fluxo de caixa presente seria suficiente para pagar os seus compromissos financeiros de curto prazo. Quanto mais próximo de zero for o valor da relação, maior será o fluxo de caixa livre para a empresa realizar outros tipos de despesas, como investimento, dividendos e impostos. Desta forma, podemos descrever o Índice de Fragilidade Financeira (IFF) como:

$$IFF = \frac{DF_{it} + ECP_{it}}{EBITDA_{it}}$$

Caso o IFF seja maior do que um, a empresa pode ser classificada como especulativa. Caso o fluxo de caixa (EBITDA) seja maior do que as despesas com juros (DF), ela será considerada especulativa. Já as firmas Ponzi, caso especial, mais grave da postura especulativa, como vimos no capítulo anterior, são assim caracterizadas se o IFF for superior a 1 e o EBITDA for inferior às despesas com juros. Além disso, considera-se empresas com fluxo de caixa negativo ( $EBITDA_{it} < 0$ ), como Ponzi, independente das demais variáveis.

Desta forma, a classificação segue as seguintes condições:

- Hedge:  $IFF_{it} \leq 1$
- Especulativo:  $IFF_{it} > 1$  e  $EBITDA_{it} > DF_{it}$
- Ponzi:  $EBITDA_{it} < 0$  ou  $IFF_{it} > 1$  e  $EBITDA_{it} < DF_{it}$

## 2.2.2 Índice Setorial de Fragilidade Financeira

A partir da classificação das empresas a partir dos índices de fragilidade financeira ao nível da firma, é possível estender a análise com o cálculo de um índice ao nível do setor econômico, a partir da proporção das empresas *hedge*, especulativas e Ponzi conforme descrito

por Torres Filho, Martins e Miaguti (2018). No presente trabalho, as empresas serão agregadas de acordo com a classificação setorial da bolsa de valores brasileira (B3) dado que todas as empresas analisadas são companhias abertas. Esta classificação divide as empresas em nove setores (bens industriais, comunicações, consumo cíclico, consumo não-cíclico, materiais básicos, petróleo gás e biocombustíveis, saúde, tecnologia da informação, utilidade pública), além da categoria agregativa “outros”. Em virtude da pequena quantidade de empresas os setores de comunicações e tecnologia da informação foram agregados à categoria outros.

O Índice Setorial de Fragilidade Financeira (ISFF) permite avaliar como se dá a dinâmica da fragilidade financeira em cada um dos setores econômicos, o que torna relevante, principalmente em relação às características econômicas de cada setor e os efeitos distintos gerados pelo ciclo econômico. Setores mais intensivos em capital, como os de bens industriais, petróleo e gás e utilidade pública tenderiam a ser mais sensíveis aos choques de juros ao longo do ciclo econômico. Por outro lado, enquanto o setor de consumo cíclico apresenta uma grande dependência das variações da renda agregada para a determinação dos seus fluxos de caixa, o setor de utilidade pública apresenta grande parte das suas receitas derivadas de fontes contratuais, sendo bastante insensível ao crescimento econômico. Desta forma, este segundo índice será calculado objetivando verificar não somente a evolução da fragilidade ao nível da firma, mas também a distinção existente entre os setores da economia.

O ISFF é calculado a partir da frequência simples ( $f$ ) de firmas em cada categoria para cada ano. A frequência de empresas *hedge* é ponderada pelo fator 0, as empresas especulativas pelo fator 0,5 e as empresas Ponzi pelo fator 1. A soma destes valores é normalizado pelo número total de empresas ( $x_t$ ), resultando em um índice que varia entre 0 e 1 (TORRES FILHO, MARTINS e MIAGUTI (2018)).

$$ISFF = \frac{(0 \times f^{hedge} + 0,5 \times f^{especulativa} + 1 \times f^{Ponzi})}{x_t}$$

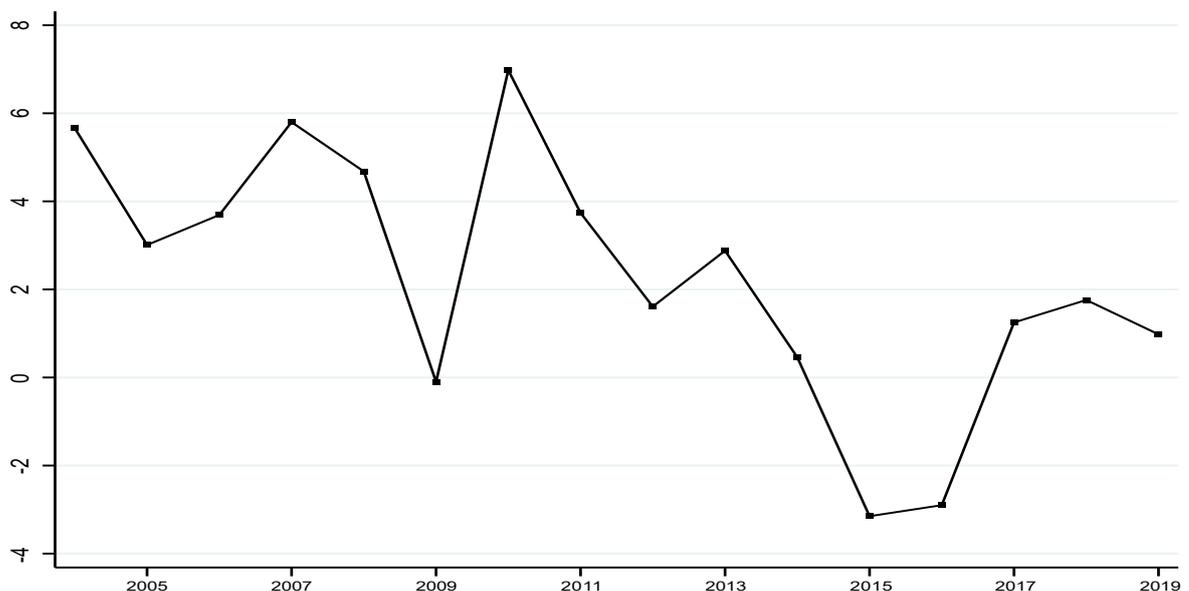
Caso o valor do ISFF seja igual a zero, indicaria que todas as empresas do setor estariam engajadas em uma estrutura financeira *hedge*. Em contrapartida, caso o valor do ISFF seja igual a 1, todas as empresas estariam assumindo uma estrutura Ponzi. Qualquer valor entre 0 e 1 sinaliza um *mix* de posições financeiras entre as distintas empresas, sendo que quanto mais próximo de 0 teríamos uma maior proporção de empresas pouco vulneráveis financeiramente.

### 2.3 CONTEXTUALIZAÇÃO E CICLO MACROECONÔMICO NO BRASIL

A noção de fragilidade financeira apresentada por Minsky está intimamente associada à ideia de ciclos econômicos. Se, por um lado, a Hipótese da Instabilidade Financeira é uma teoria que busca caracterizar os ciclos através da fragilidade financeira das unidades econômicas; por outro, o caminho inverso também é válido, onde o próprio ciclo econômico, e as políticas macroeconômicas a ele associadas, também afetam a capacidade financeira das unidades econômicas. Tendo isto em vista, a presente seção buscará apresentar uma breve contextualização do cenário macroeconômico que se apresenta na economia brasileira entre os anos de 2007 e 2019, com o objetivo de melhor visualizar o ciclo econômico em que está inserido o período de análise do presente estudo.

Cabe salientar que o presente capítulo não tem como objetivo realizar uma análise do ciclo econômico brasileiro a partir da Hipótese da Instabilidade Financeira, mas somente analisar a evolução da fragilidade das firmas não-financeiras brasileiras no período proposto. Desta forma, a presente seção objetiva apresentar insumos que permitam uma melhor compreensão da dinâmica da fragilidade financeira na economia brasileira no período analisado. Este fato se torna mais importante ao se verificar que o período entre 2007 e 2019 é marcado por uma reversão do ciclo de crescimento no Brasil, conforme apresentado na Figura 1.

**Figura 1** – Taxa de crescimento do Produto Interno Bruto no a preços básicos entre 2004 e 2019



Fonte: IBGE

A partir dos dados apresentados, é possível observar um processo de desaceleração do crescimento da economia brasileira a partir de 2011. Se entre os anos de 2004 e 2010 a taxa média de crescimento do PIB brasileiro era de 4,2% ao ano, entre 2011 e 2019 a média de crescimento reduz-se para 0,7% ao ano. Destacando que no primeiro período tem-se uma taxa de crescimento econômico próxima de zero em 2009, primordialmente em função dos choques externos resultantes da crise financeira internacional de 2008. Entretanto, a desaceleração do crescimento econômico de 2009 (-0,10%) foi sucedida de uma rápida recuperação em 2010 (7,0%), fruto do uso de políticas monetária e fiscal expansionistas, buscando a retomada dos investimentos, refletindo em uma taxa de crescimento de 28,8% na formação bruta de capital no ano de 2010. Visando a melhor compreensão deste fenômeno, a Tabela 1 apresenta as taxas de crescimento real dos componentes do PIB na ótica da demanda no Brasil.

**Tabela 1** – Taxa de crescimento real média dos componentes do PIB entre 2004 e 2019

Ano	PIB	Consumo das famílias	Formação Bruta de Capital	Consumo do governo	Exportações	Importações
2004 - 2006	4.12	4.6	5.4	3.1	9.7	11.9
2007 - 2010	4.34	6.0	11.1	3.2	2.3	15.7
2011 - 2013	2.74	4.0	3.0	2.0	2.4	5.7
2014 - 2016	-1.86	-1.6	-12.8	-0.1	2.0	-8.9
2017 - 2019	1.33	2.3	2.5	-0.1	2.1	5.3

Fonte: IBGE

A partir de 2011, a economia brasileira começa a desacelerar, com a taxa média de crescimento caindo de 4,3% (2007-2010) para 2,7% (2011-2013), representando prioritariamente a reversão da política macroeconômica de incentivo à formação bruta de capital fixo, cujo crescimento diminuiu significativamente, passando a ser de 3,0%, valor substancialmente inferior ao observado nos anos anteriores. A resposta à desaceleração do PIB veio novamente através do uso de políticas macroeconômicas expansionistas, principalmente a partir de um ciclo de queda significativa na taxa básica de juros entre os meses de agosto de 2011 e fevereiro de 2013, conforme pode ser visto na Figura 2.

**Figura 2** – Taxa de juros acumulada mensal entre 2007 e 2019

Fonte: Banco Central do Brasil

Esta queda nos juros abriu espaço fiscal para uma redução do superávit primário necessário para a estabilização da relação entre a dívida pública e o PIB. Entretanto, diferentemente da resposta à crise de 2008, a expansão fiscal veio na forma de benefícios tributários para o setor produtivo e para os consumidores, em detrimento do aumento do investimento público (MANTOAN, CENTENO e FEIJÓ., 2021). Conforme aponta Pires (2021), os níveis de investimento público na realidade caem de uma taxa de 4,6% do PIB em 2010 para 3,9% em 2014. A conciliação das políticas monetária e fiscal expansionistas com o processo de desvalorização cambial que acompanhou o período também faz surgir pressões inflacionárias.

O aprofundamento da crise econômica, fruto em grande medida da queda drástica da taxa de investimento na economia – a formação bruta de capital entre 2014 e 2016 se retrai a uma taxa média de 12,8% ao ano –, acompanhada do processo de aceleração inflacionária, provoca novamente uma reversão de política macroeconômica, iniciando-se um longo período de aumentos na taxa básica de juros, saindo de pouco mais de 7% no início de 2013 para mais de 14% em 2016. Ao mesmo tempo, adota-se uma postura bastante rigorosa em termos fiscais, voltando-se para uma política de austeridade, formalizada e aprofundada ao final de 2016 com a aprovação da emenda constitucional do teto de gastos (EC 95/2016).

Por fim, o triênio 2017-2019 é marcado por uma nova reversão na política monetária, fruto de uma diminuição das pressões inflacionárias, com a taxa básica de juros atingindo o seu menor nível no período em análise no ano de 2019. Tem-se uma recuperação do crescimento econômico, entretanto a uma taxa bastante inferior ao período anterior a 2010, com o PIB crescendo 1,3% na média. O período é marcado ainda pela manutenção de uma política de austeridade fiscal, com baixo nível de investimentos públicos. Conforme destaca Pires (2021), o investimento público líquido de depreciação apresenta-se negativo desde 2015, atingindo o seu menor valor histórico no ano de 2017.

## 2.4 FRAGILIDADE FINANCEIRA DAS FIRMAS BRASILEIRAS

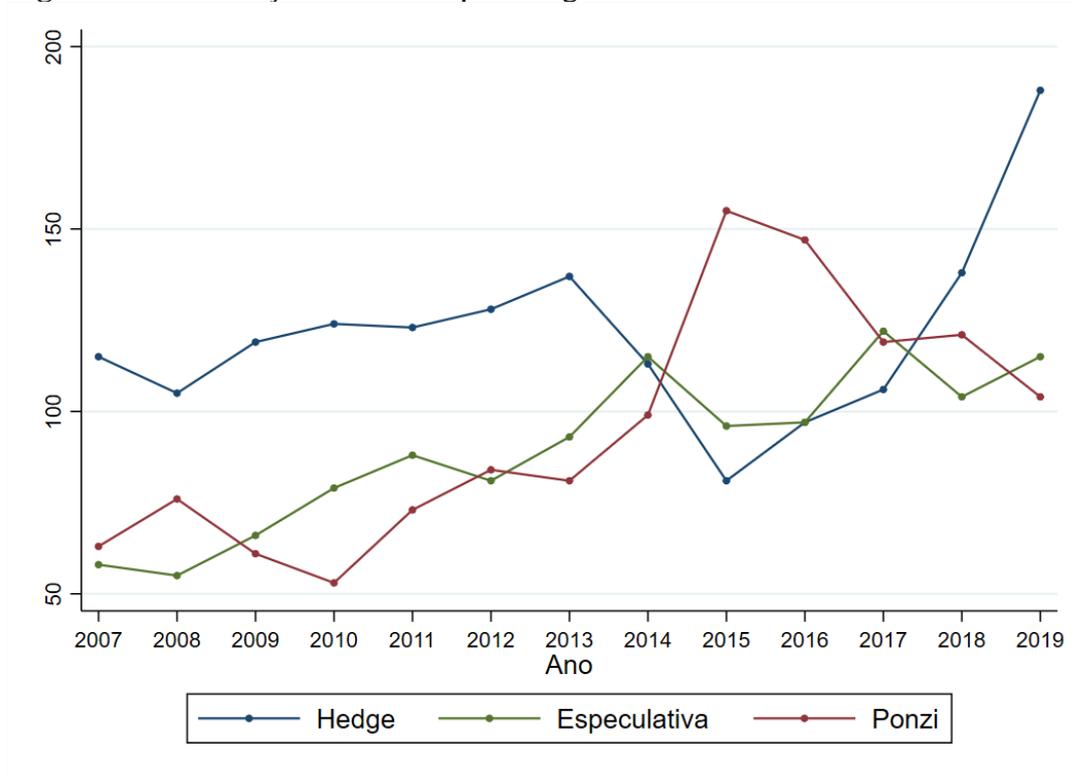
O presente capítulo traz um novo aporte à literatura de fragilidade financeira das empresas brasileiras, complementando os exercícios realizados em Almeida, Novais e Rocha (2016), Corrêa, Lemos e Feijó (2017), Rolim, Cattán e Antonioli (2021) e Mantoan, Centeno e Feijó (2021). A diferença em relação a esses estudos consiste na metodologia aplicada, que segue o caminho apresentado na seção anterior.

A partir do cálculo do IFF para cada firma da amostra, as empresas foram classificadas dentro da taxonomia proposta por Minsky (1992). A Figura 3 apresenta a distribuição das firmas dentro desta tipologia entre os anos de 2007 e 2019. A partir dos resultados é possível separar a evolução da fragilidade financeira em três subperíodos distintos. Entre 2007 e 2013 observamos um aumento no número de firmas de todos os tipos, entretanto com um crescimento mais expressivo no número de empresas do tipo especulativo. Enquanto temos um aumento de 19,1% no número de firmas do tipo *hedge*, as firmas do tipo especulativo e Ponzi crescem, respectivamente, 60,3% e 28,6%. Ou seja, olhando para as firmas não-financeiras de capital aberto, é visível o aumento da fragilidade financeira na economia brasileira entre os anos de 2007 e 2013, dado que uma economia será mais frágil financeiramente quanto maior for a proporção de firmas do tipo especulativo e Ponzi (MINSKY, 2015).

Entre 2013 e 2015, observa-se um aumento mais expressivo na fragilidade financeira da economia brasileira. Enquanto o número de firmas do tipo Ponzi passa a aumentar de forma mais acelerada, representando em 2015 quase a metade das empresas da amostra, o número de empresas do tipo *hedge* cai mais de 40%. Por fim, entre os anos de 2015 e 2019 podemos observar uma queda na fragilidade financeira da economia brasileira, com um aumento expressivo no número de firmas *hedge*, que volta em 2018 a ser a estrutura predominante, e a simultânea queda no número de empresas Ponzi, com o número de firmas especulativas

variando pouco no período. Para uma melhor visualização deste período, a Tabela 2 apresenta a participação proporcional de cada tipo de unidade econômica ao longo de todo o período de análise.

**Figura 3** - Distribuição das firmas por categoria do IFF



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do software Economática.

De acordo com a argumentação de Minsky (1992; 2015), o fator primordial para explicar a mudança no nível de fragilidade das unidades econômicas seria o próprio ciclo econômico. Por um lado, seguindo a Hipótese da Instabilidade Financeira, a fragilidade financeira reflete o estado de expectativas ao longo dos ciclos econômicos, de tal forma que os momentos de expansão levam os agentes a assumirem posturas econômicas mais frágeis, criando a noção de “*estabilidade desestabilizadora*”, apresentada por Minsky (2008).

Entretanto, mudanças no crescimento econômico, no curto prazo, refletiriam alterações na demanda que se concretizariam em superação ou frustração de expectativas definidas anteriormente. Em resumo, uma queda na taxa de crescimento, geraria, no curto prazo, uma frustração das receitas esperadas por parte das firmas, em relação às expectativas feitas no passado, impactando negativamente o seu fluxo de caixa, levando estas empresas para uma situação financeira mais frágil. Entretanto, assumindo a HIF, no longo prazo estas firmas

tenderiam a formular suas expectativas em relação ao futuro de forma mais conservadora, tendendo a caminharem, ao longo do ciclo, para uma posição financeira menos frágil.

**Tabela 2** - Distribuição das firmas por categoria ao longo do período em termos percentuais

<b>Ano</b>	<b>Hedge</b>	<b>Especulativa</b>	<b>Ponzi</b>
2007	48.73	24.58	26.69
2008	44.49	23.31	32.20
2009	48.37	26.83	24.80
2010	48.44	30.86	20.70
2011	43.31	30.99	25.70
2012	43.69	27.65	28.67
2013	44.05	29.90	26.05
2014	34.56	35.17	30.28
2015	24.40	28.92	46.69
2016	28.45	28.45	43.11
2017	30.55	35.16	34.29
2018	38.02	28.65	33.33
2019	46.19	28.26	25.55

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do software Economática.

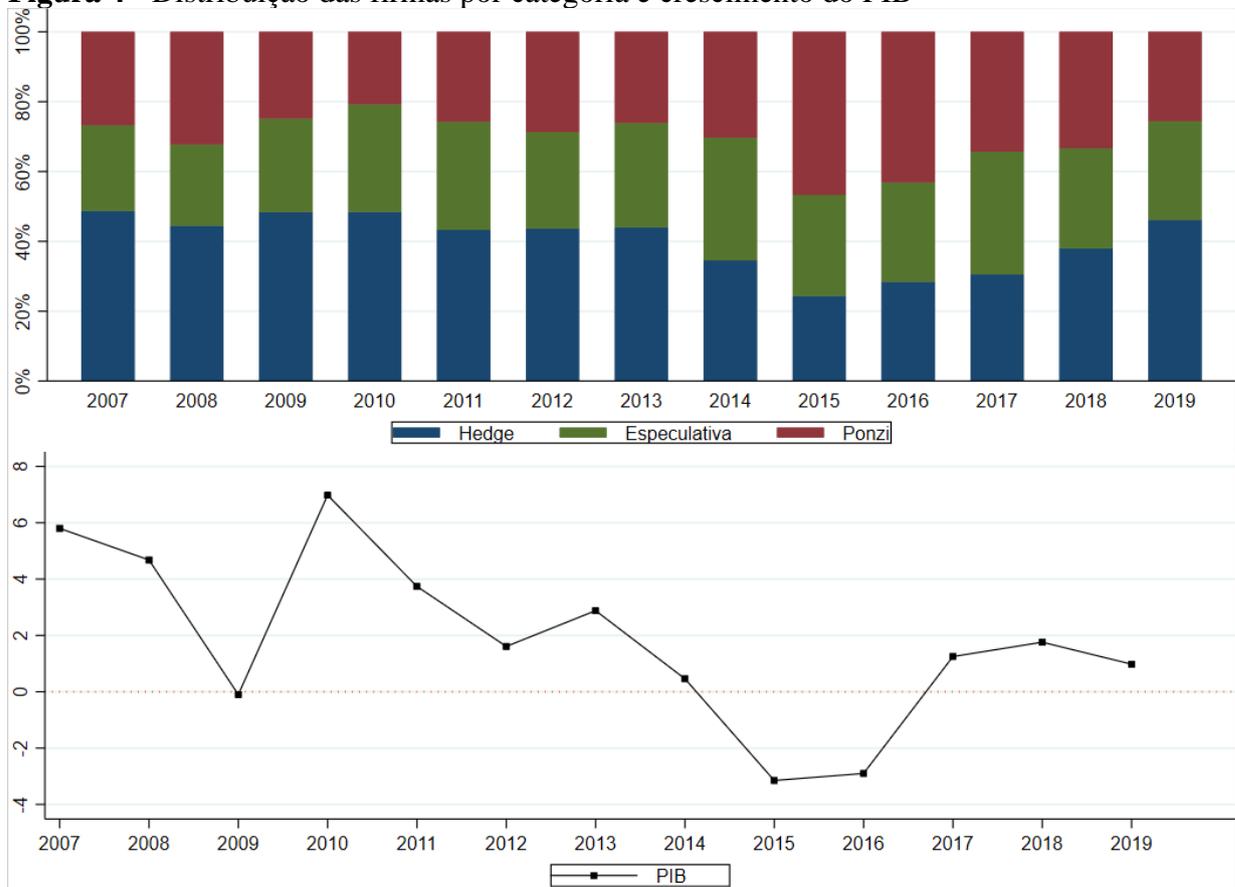
O curto período analisado no presente trabalho, dada a limitação de dados, nos impede de realizar uma análise mais profunda em termos da HIF, ainda mais se considerarmos que o período trata de uma reversão do ciclo econômico, conforme apresentado na seção anterior. A Figura 4 apresenta a proporção de firmas dentro da tipologia minskiana e a taxa de crescimento do PIB ao longo do período de análise.

Ao olharmos apenas para a fase de retração mais clara do ciclo econômico (entre 2011 e 2015), aparentemente a desaceleração da economia gerou um aumento significativo na fragilidade, com as firmas do tipo *hedge*, que representavam 43,31% em 2011, passando para 24,40% das firmas em 2015. Em contrapartida, no mesmo período, as empresas Ponzi crescem de 25,70% para 46,69%. Após 2017, com a retomada do crescimento econômico, ainda que a níveis baixos, a fragilidade das firmas diminui, com as firmas do tipo *hedge* passando a ser predominantes e uma queda acentuada no número de firmas Ponzi.

Uma análise econométrica será realizada no Capítulo 4 visando avaliar de forma mais significativa a relação entre fragilidade financeira e crescimento econômico no período.

Entretanto, com base nos dados apresentados, acreditamos que a rápida reversão do ciclo econômico a partir de 2011 teve um efeito intenso sobre o fluxo de caixa das empresas, com a frustração de expectativas passadas, diminuindo drasticamente a capacidade de pagamento dos seus compromissos financeiros contratuais e aumentando a sua fragilidade financeira. No curto prazo, mesmo que as expectativas futuras tenham sido revistas para assumir uma postura mais conservadora frente à crise, tal conduta seria incapaz de mudar a realidade presente de diminuição de recursos disponíveis para que as firmas honrem os seus compromissos financeiros.

**Figura 4 - Distribuição das firmas por categoria e crescimento do PIB**



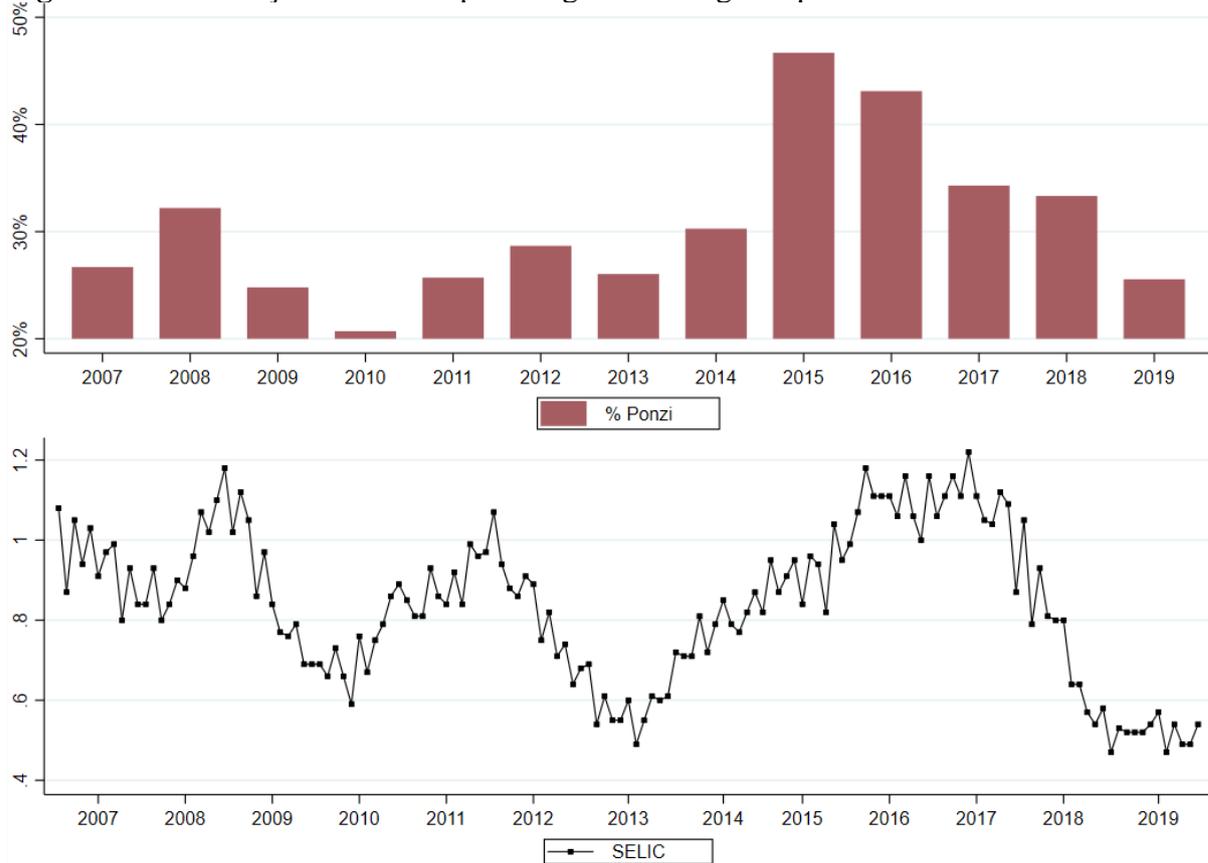
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do software Economática e IBGE (2020).

Por outro lado, observamos que de 2016 a 2019, mesmo com uma taxa de crescimento média próxima de zero, a mera paralisia da desaceleração rapidamente levou a um crescimento na proporção de firmas *hedge*, de tal forma que em 2019 a proporção deste tipo de firma era bem próxima do valor anterior à crise. Isto indicaria que o aumento de receitas, ou pelo menos a não diminuição destas, em um contexto em que, possivelmente, as expectativas futuras eram

bastante pessimistas, permitiu que as firmas que passaram a assumir uma postura mais conservadora ao longo da crise melhorassem a sua situação financeira.

Para Minsky, entretanto, no curto prazo não seria somente o ciclo econômico que determinaria o nível de fragilidade financeira. Principalmente em economias modernas, onde os governos possuem instrumentos sofisticados de política econômica, especialmente a capacidade de intervir nas taxas de juros, a utilização destas ferramentas teria um papel importante na determinação da fragilidade financeira. Nas palavras do autor, “uma situação especulativa pode ser convertida em Ponzi por elevação da taxa de juros [...] além disso, a reestruturação de dívidas é geralmente um recurso usado para converter situações especulativas em *hedge*” (MINSKY, 2015, p. 233). Para melhor visualizar esta relação, a Figura 5 apresenta a série da Taxa Selic acumulada no mês entre os anos de 2007 e 2019 e a concentração de firmas Ponzi a cada ano.

**Figura 5** - Distribuição das firmas por categoria ao longo do período



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do software Economática e Banco Central do Brasil (2021)

A taxa de juros é uma variável central na determinação da fragilidade financeira nos termos propostos por Minsky (2008). Por um lado, uma taxa de juros mais elevada significa um

aumento no valor dos compromissos financeiros contratuais das firmas caso queira manter os seus projetos de investimento. Além disso, firmas do tipo especulativo, que necessitariam de novos financiamentos para honrar compromissos passados, poderiam se tornar insolventes em um contexto de aumento de juros. Por outro lado, uma queda na taxa de juros pode se apresentar como uma possibilidade para que as firmas reestruturem os seus passivos barateando o custo dos seus compromissos financeiros.

O modelo econométrico que será apresentado no Capítulo 4 permitirá uma análise estatística da relação entre fragilidade financeira e taxa de juros. Entretanto, a partir da Figura 5 é possível visualizar uma correspondência entre as duas variáveis, na qual os períodos de elevação/redução de juros coincidem com o aumento/diminuição na proporção de firmas do tipo Ponzi. Isto indica o efeito dos juros sobre a estrutura de passivo das firmas, mesmo que estes tenham sido assumidos no passado, dado que representa uma possibilidade de diminuição no custo das dívidas, ou um encarecimento no custo de refinanciamento.

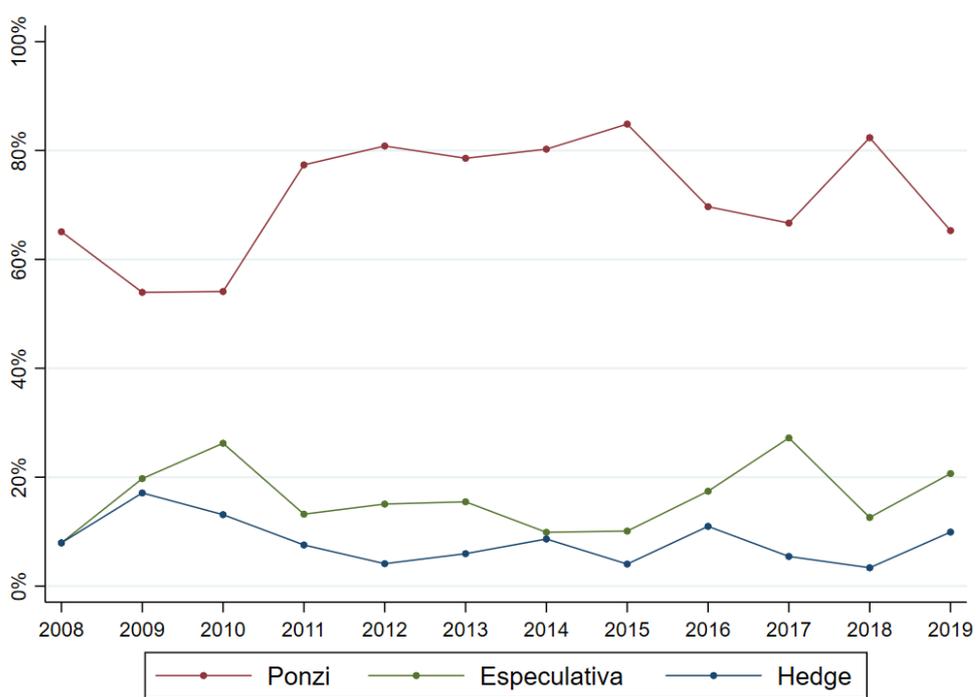
Por fim, um resultado que chama a atenção a partir do cálculo do Índice de Fragilidade Financeira é a grande proporção de empresas do tipo Ponzi durante todo o período. Ao longo dos 13 anos analisados, esta proporção se manteve entre 20,70% e 46,69%. Consideramos estes valores elevados pois, de acordo com a caracterização explicitada por Minsky (1982), este tipo de unidade seria um caso extremo, onde o fluxo de caixa seria insuficiente para honrar até mesmo as despesas referentes ao pagamento de juros. Além disso, este tipo de unidade não deve existir por um longo período, dado que, caso não satisfaça a sua restrição de sobrevivência, a trajetória do seu endividamento apresentaria uma tendência explosiva, principalmente em um cenário de aumento das taxas de juro (TORRES FILHO, MARTINS e MIAGUTI, 2018).

Visando analisar a persistência das unidades econômicas em situação Ponzi, a Figura 6 apresenta a situação das empresas que se encontram nesta posição no período subsequente. Para o cálculo, foram selecionadas todas as empresas Ponzi para cada ano, verificando qual era a sua situação no ano seguinte.

A partir da Figura 6 é possível observar que não somente as empresas do tipo Ponzi representam uma parcela considerável das empresas analisadas, como também tendem em grande medida a permanecerem nesta posição no período futuro. Este mesmo tipo de resultado foi encontrado por Nishi (2019) ao analisar as empresas japonesas a partir de outro indicador de fragilidade financeira. De acordo com o autor, isto pode ser decorrente da limitação dos índices de fragilidade financeira de captarem o fluxo de caixa esperado convertido a valor presente das empresas, o que pode gerar uma distorção temporal entre o fluxo de receitas e os compromissos financeiros. Entretanto, no período recente passa a surgir uma literatura,

principalmente voltada para a análise da economia dos Estados Unidos, que tem descrito o crescimento do número de firmas que se mantém persistentemente em uma situação financeira frágil por longos períodos, as denominadas *zombie firms* (BANERJEE; HOFFMAN, 2018; CABALLERO; HOSHI; KASHYAP, 2008). O termo foi cunhado por Caballero, Hoshi e Kashyap (2008) para descrever empresas que são incapazes de pagar o serviço das suas dívidas, através dos seus lucros, por um longo período de tempo.

**Figura 6** - Posição das firmas Ponzi no período subsequente



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do software Economática.

A possibilidade da manutenção deste tipo de firma, que em termos minskyanos estariam “sobrevivendo” abaixo da sua restrição de sobrevivência, é tratada na literatura como decorrente basicamente de mudanças no sistema financeiro que desincentivam os credores a cobrarem as dívidas dos inadimplentes. Em primeiro lugar, isso se daria pelo contexto de queda generalizada das taxas de juros nos países desenvolvidos, situação em que o recebimento de dívidas assumidas a taxas mais elevadas no passado, não teriam aplicações com rendimentos satisfatórios por parte dos credores no presente. O segundo fator seria dado por alterações nos termos de empréstimo, por parte dos credores, para que não precisem reconhecer perdas e potencialmente cair abaixo de seus requisitos mínimos de capital regulatório (BANERJEE; HOFFMAN, 2018).

Apesar de não haver evidências robustas deste tipo de comportamento por parte do sistema financeiro brasileiro, os resultados do presente trabalho mostram a existência de um grande número de firmas no Brasil que, durante um período considerável de tempo, não geraram recursos suficientes para o pagamento das suas dívidas. Entretanto, Minsky (1982) salienta que, apesar de não ser uma situação normal, a sobrevivência de uma unidade econômica Ponzi, ao longo do tempo, pode se dar por uma expectativa de que em um longo prazo mais distante essa unidade será capaz de honrar os seus compromissos financeiros – em última análise, há a expectativa de que a firma seja solvente. Conforme descreve o autor:

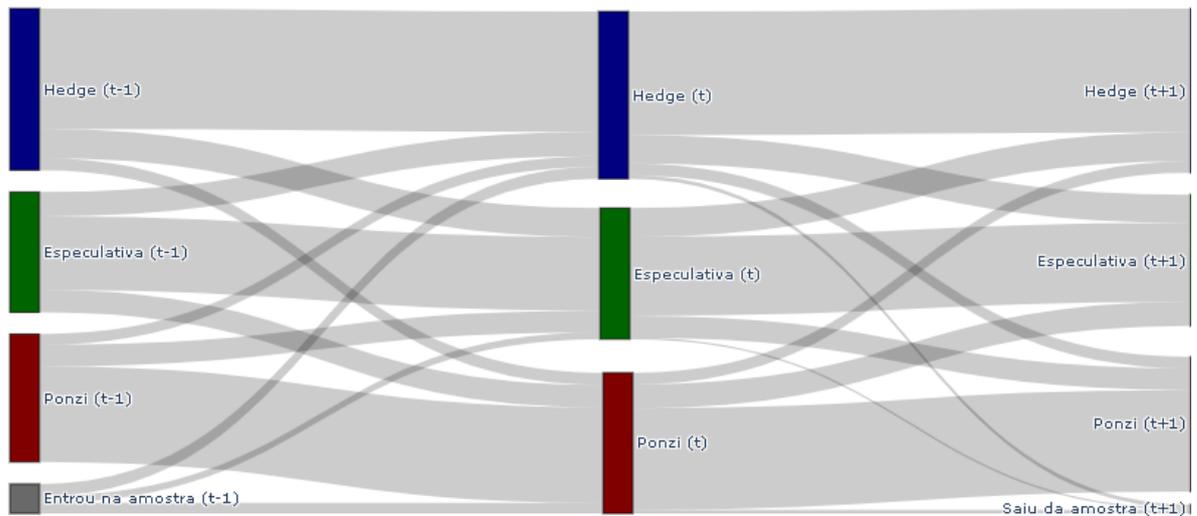
The viability of units which engage in Ponzi finance depends upon the current expectations of future prices of capital assets or financial instruments. These future prices depend upon profits in the more distant future. The viability of Ponzi finance units is dependent upon discount rates, on future cash flows and expectations of future profitability and prices. Obviously too great an admixture of Ponzi and near-Ponzi speculative finance is conducive to instability. (MINSKY, 1982, p. 37).

Por fim, a Figura 7 apresenta o fluxo de migração das firmas ao longo do tempo entre as categorias de fragilidade financeira. Para o cálculo deste fluxo foram retirados os anos inicial e final da amostra, 2007 e 2019 respectivamente, e observado para cada firma em cada ano a categoria em que estavam no período em questão ( $t$ ), no ano anterior ( $t-1$ ) e no ano posterior ( $t+1$ ). Os fluxos apresentados representam a média da migração, ou manutenção, de categoria ao longo dos 11 períodos de análise – 2008 a 2018. O tamanho dos nós da figura apresenta a frequência de cada categoria em cada período e o tamanho do fluxo representa a magnitude de cada migração. Além disso, firmas que no período  $t$  estavam classificadas em alguma categoria, mas no período  $t-1$  não estavam na amostra, foram classificadas na categoria “entrou na amostra”, e da mesma forma as que não estavam na amostra no período  $t+1$  foram classificadas na categoria “saiu da amostra”. Este fato decorre prioritariamente em função da abertura ou fechamento de capital das firmas e a consequente disponibilidade e indisponibilidade de dados em cada período.

Algumas informações relevantes podem ser retiradas a partir dos resultados apresentados na Figura 7. Em primeiro lugar, é possível perceber que as firmas Ponzi possuem uma representatividade significativa e uma persistência, se mantendo, em grande medida, nessa categoria ao longo do tempo, reforçando os dados apresentados na Figura 6. O segundo fato é que a migração de status ocorre prioritariamente com as categorias adjacentes, de tal forma que, tanto do período  $t-1$  para o período  $t$  como do período  $t$  para o período  $t+1$ , a maior parte da migração de firmas *hedge* e Ponzi se deu para a categoria especulativa. Ou seja, isso indica que

o aumento ou diminuição da fragilidade financeira das firmas individualmente se deu principalmente de forma gradual, sendo poucas as firmas que migraram diretamente de uma situação *hedge* para Ponzi ou o contrário. Por fim, 40,3% das firmas que entraram na amostra no período  $t$  foram caracterizadas com *hedge*, 35,8% como Ponzi e 23,9% como especulativa.

**Figura 7** – Síntese da migração entre categorias das firmas da amostra



Fonte: elaboração própria

Em síntese, a análise dos dados das empresas brasileiras de capital aberto sugere que: (i) na maior parte do período analisado, houve um aumento das firmas consideradas mais frágeis financeiramente, o que esteve associado à trajetória de desaceleração e crise da economia brasileira; (ii) a proporção de firmas mais frágeis esteve correlacionada a taxas de juros mais elevadas; (iii) de um lado, há uma grande oscilação na categoria financeira das empresas, com momentos de predominância de arranjos financeiros do tipo *hedge* e outros em que firmas Ponzi são as mais representativas da amostra; por outro lado, há grande persistência individual nas classificações; e (iv) há um elevado percentual de firmas Ponzi que persiste na amostra.

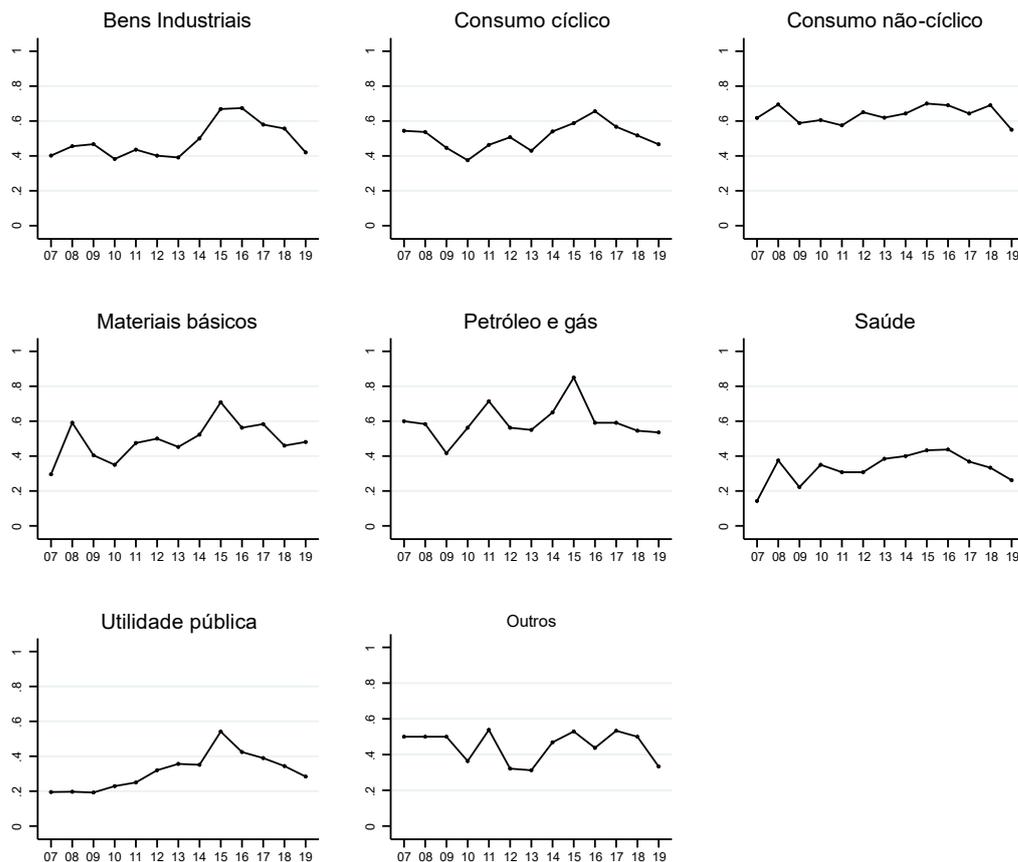
## 2.5 ANÁLISE SETORIAL DA FRAGILIDADE FINANCEIRA NO BRASIL

Objetivando analisar de forma mais detalhada a evolução da fragilidade financeira na amostra em análise, foram calculados os índices agregados setoriais (ISFF), conforme a metodologia apresentada na seção 2.3.2. Os resultados estão apresentados na Figura 8. Apesar de ser um indicador mais agregado do que o apresentado na seção anterior, ele nos permite observar de forma mais detalhada a evolução da fragilidade financeira, uma vez que, apesar dos índices serem calculados ao nível da firma, dada a extensão da amostra, torna-se inviável a

avaliação dos resultados no contexto de cada unidade econômica. Desta forma, a agregação nos permite analisar as peculiaridades de cada setor da economia no período de análise e as distintas trajetórias da fragilidade financeira das firmas brasileiras – essa forma de abordar a questão já havia sido proposta por Almeida, Novais e Rocha (2016).

A amostra foi separada em sete setores dentro da classificação da bolsa de valores brasileira (B3), assim como a categoria agregativa “outros”. O comportamento das séries mostra que a evolução da fragilidade é bastante distinta entre os setores econômicos, tanto em nível como quanto em termos de dinâmica ao longo do período. Na média, os setores de consumo não-cíclico, petróleo, gás e biocombustíveis e consumo cíclico foram os que apresentaram os maiores níveis de fragilidade financeira, enquanto os setores de saúde e utilidade pública apresentaram o menor nível de fragilidade.

**Figura 8 - Índice Setorial de Fragilidade Financeira**



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do software Economática.

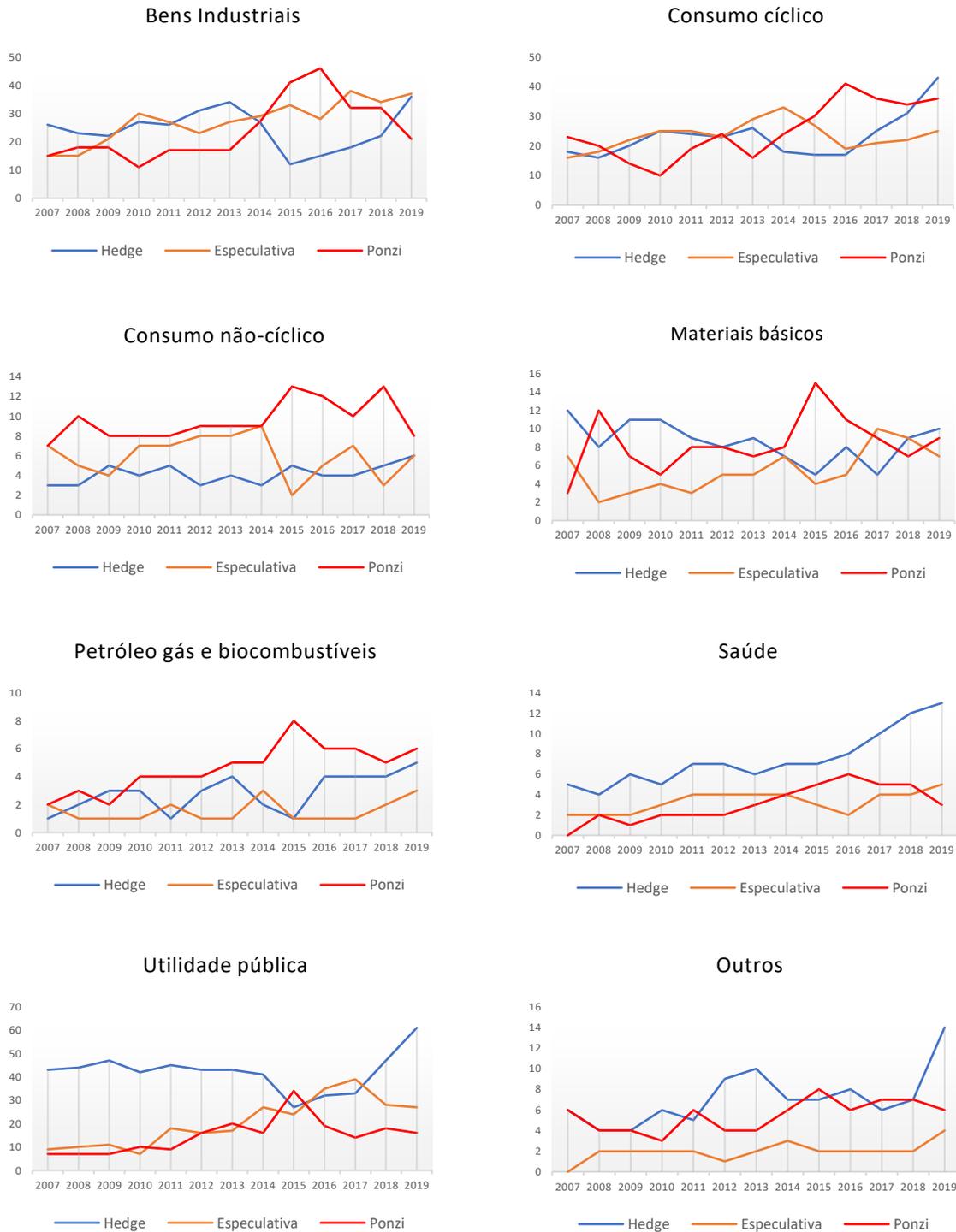
Os setores de materiais básicos e petróleo, gás e biocombustíveis são o que possuem a maior variância na fragilidade financeira ao longo do período, o que pode refletir sua grande dependência do mercado internacional de *commodities* e a grande oscilação de preços nestes

mercados que se observa no período analisado. Além disso, juntamente com o setor de bens industriais, apresentaram uma relação muito forte com o ciclo de taxa de juros no período. Entre 2008 e 2010 com a queda expressiva da taxa de juros, o índice de fragilidade diminui nesses setores. Com o ciclo de expansão das taxas de juros entre 2013 e 2015, a fragilidade financeira nesses setores volta a aumentar, atingindo o seu maior nível no ano de 2015 para os setores de materiais básicos e petróleo e gás; e 2016 para o setor de bens industriais.

Para se ter uma ideia do efeito do ciclo de elevação de juros nesses segmentos, o setor de materiais básicos tem um aumento de 7 (33,3% das firmas do setor) para 15 (62,5%) empresas Ponzi entre 2013 e 2015. No ano de 2015, das 10 empresas que constituíam a amostra do setor de petróleo e gás, 8 se encontravam na situação Ponzi. Já o setor de bens industriais tem um aumento de 141,2% no número de firmas Ponzi entre 2013 e 2015. A distribuição setorial das categorias de fragilidade financeira pode ser vista na Figura 9. A partir de 2017, com a retomada da queda da taxa de juros, os três setores apresentam uma queda expressiva na fragilidade financeira. Estes três setores possuem em comum o fato de terem projetos de investimento baseados em bens de capital de alto valor e com longo prazo de maturação. Esta característica pode tornar esses setores mais suscetíveis a mudanças nas condições de financiamento e de reestruturação do seu passivo no mercado.

Já o setor de consumo cíclico apresentou uma evolução bastante relacionada ao ciclo de crescimento da economia brasileira no período analisado. O setor vinha observando uma queda na fragilidade financeira até o ano de 2010. Com a desaceleração da economia em 2011, a fragilidade do setor aumentou sistematicamente até 2016, com exceção de 2013, justamente o ano em que a taxa de crescimento da economia tem um pequeno aumento. Isto é natural de se esperar deste setor, uma vez que o seu fluxo de caixa é por característica altamente dependente da demanda agregada da economia. Com o longo período de desaceleração econômica, é razoável se esperar uma frustração de receitas e um aumento da fragilidade. A partir de 2017, com o início da recuperação econômica o setor volta a reduzir a sua fragilidade, passando a ser composto em 2019 predominantemente por firmas *hedge*. O setor de consumo não-cíclico possui um comportamento bastante semelhante, porém com oscilações de menor magnitude, dada as próprias características do setor de ser menos dependente das oscilações de demanda agregada.

**Figura 9 - Distribuição das firmas por categoria dentro dos setores**



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do software Econômática.

O setor de saúde apresentou o nível mais baixo de fragilidade financeira durante o período de análise. Acreditamos que isso decorra de duas condições peculiares do setor de saúde na economia brasileira. Primeiramente, este é um setor que opera com altas taxas de retorno sobre o capital. Tal fato é apresentado por Andrietta e Monte-Cardoso (2022), que, ao

analisarem as demonstrações financeiras do setor de saúde no Brasil entre 2009 e 2015, observaram que este setor operou no período com um Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RPL) próximo de 15%, enquanto as demais empresas de capital aberto obtiveram um RLP médio de 7,5%. No mesmo sentido, ao analisar as empresas líderes na oferta de planos de saúde no Brasil entre 2008 e 2019, Martins, Ocké-Reis e Drach (2021) apontam que ao longo de todo período, o RLP destas empresas superou a média das demais empresas não financeiras de capital aberto, com vários períodos sendo de duas a três vezes maior.

O segundo motivo decorre do fato de, conforme apontam os resultados de Andrietta e Monte-Cardoso (2022), este setor também opera com um nível de alavancagem inferior à média das empresas de capital aberto. Desta forma, é natural de se esperar que um setor que trabalha com altas margens de lucro e um baixo nível de alavancagem, comparado aos demais setores da economia, possua um baixo nível de fragilidade financeira. Além disso, o fato de terem um menor nível de alavancagem faz com que essas firmas não sejam tão afetadas pela grande volatilidade de taxa de juros que observamos no período que estamos analisando. Por fim, também é esperado, por se constituir basicamente de empresas que ofertam bens e serviços essenciais, que este setor seja menos susceptível às oscilações do ciclo econômico.

Outro setor que apresentou um baixo nível de fragilidade foi o setor de utilidade pública, que na maior parte das vezes possui uma característica de fluxo de caixa bastante distinta dos demais setores. Este setor é constituído basicamente de concessionárias de serviços públicos, em sua grande maioria nas áreas de geração e distribuição de energia elétrica e saneamento básico. Estes setores estão menos expostos às incertezas de mercado, em virtude de que grande parte das suas receitas e despesas são definidos na forma de contrato. Desta forma, ao assumir os seus projetos de investimento, estas firmas têm uma maior previsibilidade da sua rentabilidade e da capacidade de pagamento dos compromissos financeiros contratuais. Entretanto, observa-se um aumento da fragilidade no setor entre 2007 e 2015, período que coincide com o uso por parte do governo federal de uma política de contenção das tarifas de serviços públicos com o propósito de controle inflacionário<sup>8</sup>. A partir de 2015, com o reajuste das tarifas, o nível de fragilidade destas firmas volta a decrescer.

Desta forma, apesar de, ao analisar no nível da firma, a fragilidade financeira entre 2007 e 2019 aparentemente possuir uma trajetória condizente com o ciclo de crescimento e de taxa de juros do período, ao observar de forma setorial é possível perceber que a dinâmica ocorre de forma distinta entre os diversos setores da economia. É possível perceber isto mesmo

---

<sup>8</sup> Para maiores detalhes ver Azevedo e Serigati (2015).

a partir de uma divisão setorial bastante agregada, conforme apresentado no presente capítulo. Acreditamos que ao observar um nível maior de desagregação seria possível perceber com mais profundidade a dinâmica da fragilidade financeira da economia brasileira. Com isso, apesar de nos restringirmos à análise das empresas não-financeiras de capital aberto, os resultados apresentados indicam que a fragilidade financeira da economia brasileira e a sua dinâmica são influenciadas pelo peso relativo dos setores na economia.

## 2.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Durante muito tempo, os trabalhos que tratam de fragilidade financeira, nos termos expostos por Minsky, se dedicaram a realizar uma análise de agregados econômicos visando analisar a Hipótese da Instabilidade Financeira. Entretanto, a literatura mais recente tem se dedicado a observar a fragilidade a partir da análise da situação financeira das unidades econômicas, dado que, conforme aponta Minsky (2008), a dinâmica da fragilidade financeira é gerada a partir das mudanças que ocorrem no interior dos balanços das unidades econômicas.

Tendo isso em vista, o presente capítulo teve como objetivo mensurar e avaliar a evolução da fragilidade financeira da economia brasileira entre os anos de 2007 e 2019, classificando as empresas não-financeiras de capital aberto na tipologia de fragilidade financeira proposta por Minsky (2008), a partir da metodologia proposta por Torres Filho, Martins e Miaguti. (2018). Os resultados apresentados apontam que, ao longo do período analisado, temos uma grande oscilação na categoria financeira das empresas, com momentos de predominância de arranjos financeiros do tipo *hedge* e outros em que firmas Ponzi são as mais representativas da amostra.

É possível observar que essa grande variância nas posições financeiras que as firmas se encontram está fortemente relacionada à dinâmica do ciclo de crescimento econômico do Brasil. Entre os anos de 2007 e 2010, período de maiores taxas de crescimento econômico nos anos analisados, observa-se um aumento na participação de firmas *hedge*, com um correspondente declínio de firmas Ponzi. A partir de 2011, com a reversão do ciclo econômico, temos um aumento expressivo no número de firmas do tipo Ponzi, sendo que em 2015, auge da desaceleração econômica, esta categoria representa 47% das empresas da amostra. A partir de 2017, com a melhora nas taxas de crescimento econômico, tem-se um aumento constante na proporção de firmas menos frágeis.

Apesar do caráter pró-cíclico da fragilidade financeira apresentado por Minsky (2008), no período de análise do presente trabalho, observamos uma relação inversa entre a taxa de

crescimento da economia e a fragilidade. Entretanto, dada a limitação temporal da amostra, não é possível realizar uma análise do ciclo longo da economia brasileira, ainda mais se considerarmos que o período analisado comporta uma reversão da trajetória de crescimento da economia. Desta forma, acreditamos que no momento da desaceleração econômica, mesmo que os agentes revisem as suas expectativas futuras, passando a assumir posturas financeiras mais conservadoras, estes se deparam com a frustração das suas expectativas passadas, observada na forma de diminuição do seu fluxo de caixa, e uma consequente piora imediata na capacidade de pagamento dos seus compromissos financeiros contratuais assumidos em um contexto mais otimista de expectativas.

Os resultados analisados também apontaram para uma coincidência entre a evolução da fragilidade financeira na economia brasileira e o ciclo de taxa de juros. Ao longo do período analisado, observa-se três períodos de forte queda na taxa de juros da economia (2008-2010, 2011-2013 e 2017-2019). Nestes três momentos é possível observar um aumento na proporção de empresas *hedge*, mesmo entre os anos de 2011 e 2013, em que a economia brasileira apresentava forte desaceleração do crescimento econômico. De maneira contrária, nos períodos de elevação de juros, vemos um aumento expressivo no número de firmas Ponzi.

A taxa de juros é uma variável central na dinâmica da fragilidade financeira apresentada por Minsky (2008). Isso decorre do fato de que ela é capaz de alterar a estrutura de passivo das unidades econômicas, tendo em vista que um aumento de juros se traduz em um maior valor dos compromissos financeiros das empresas que queiram manter os seus projetos de investimento. Além disso, firmas especulativas, que precisam de novos financiamentos para honrar compromissos passados, teriam um aumento dos seus custos financeiros, podendo inclusive não ter a capacidade de pagamento dos seus compromissos financeiros. Por outro lado, a diminuição da taxa de juros possibilita uma reestruturação dos passivos das unidades econômicas de tal forma que estas tenham uma redução no valor dos seus compromissos financeiros contratuais.

A partir do cálculo do Índice Setorial de Fragilidade Financeira, foram avaliadas as diferentes trajetórias da fragilidade entre os setores produtivos. Os sete setores analisados apresentaram comportamentos distintos ao longo do período analisado, tanto em termos de nível de fragilidade quanto em relação a sua dinâmica. Observou-se que setores que possuem uma maior intensidade de capital, com longo prazo de maturação dos investimentos, além de apresentarem um nível elevado de fragilidade, a sua trajetória seguiu a dinâmica da taxa de juros da economia, sendo as firmas muito impactadas pelos ciclos de aumento de taxa de juros, tendo uma melhora na fragilidade financeira setorial nos momentos de queda de juros.

Por outro lado, os setores produtores de bens de consumo, conforme se espera, apresentaram uma trajetória mais alinhada com o ciclo de crescimento econômico, uma vez que, principalmente, ao longo da forte desaceleração da economia brasileira entre 2011 e 2015, estes setores observaram um aumento no seu nível de fragilidade. Cabe salientar que o efeito do crescimento econômico nestes segmentos foi mais intenso nas empresas produtoras de bens de consumo cíclicos, dada a maior dependência do seu fluxo de caixa em relação à demanda agregada da economia.

Os setores que apresentaram o menor nível de fragilidade financeira na amostra foram os de saúde e de bens de utilidade pública. O primeiro é caracterizado como um setor com elevadas taxa de retorno sobre o patrimônio líquido, em comparação com a média das empresas de capital aberto, e um baixo nível de alavancagem (ANDRIETTA; MONTE-CARDOSO, 2022). Desta forma, a conciliação de um grande fluxo de caixa e um baixo nível de endividamento torna a situação destas firmas mais propícia para a manutenção de uma baixa fragilidade. Já o setor de utilidade pública é, por característica, um setor menos susceptível às incertezas de mercado, dado que de certa maneira o seu fluxo de caixa é definido de forma contratual. Entretanto, apesar do baixo nível de fragilidade financeira, esta apresentou um aumento no setor até o ano de 2015, podendo ser reflexo da defasagem no valor das tarifas públicas no período, tanto que após os reajustes feitos em 2015 a fragilidade no setor retomou uma trajetória de queda.

Desta forma, no período analisado, não é possível identificar uma trajetória bem definida na fragilidade financeira da economia brasileira, principalmente ao olharmos para as distintas dinâmicas setoriais. A análise descritiva apresentada no presente capítulo torna-se insuficiente para avaliar os determinantes da fragilidade financeira na economia brasileira. Principalmente se levarmos em conta, conforme tratado no Capítulo 1, que em um eventual processo de financeirização da economia, a dinâmica da fragilidade das unidades econômicas seria influenciada pela mudança no comportamento das firmas. Tendo isso em vista, o capítulo seguinte irá analisar de maneira mais detida a financeirização das firmas não-financeiras na economia brasileira com o objetivo de melhor compreender a relação entre estes dois fenômenos.

### **3 FINANCEIRIZAÇÃO DAS FIRMAS NÃO-FINANCEIRAS NO BRASIL: ANÁLISE EMPÍRICA ENTRE OS ANOS DE 2010 E 2019**

O crescimento da importância dos mercados financeiros na dinâmica das economias modernas tem sido tratado com bastante atenção pela literatura acadêmica nos últimos vinte anos. Este destaque tem sido dado pela constatação de que o processo de financeirização da economia se refere a um fenômeno não neutro, podendo, potencialmente, gerar efeitos prejudiciais ao setor produtivo, ao sistema financeiro e às famílias. O presente capítulo buscará tratar de um aspecto específico destas transformações: as mudanças que passam a ocorrer no interior das firmas não-financeiras e na sua relação com o sistema financeiro.

O objetivo deste capítulo é analisar o processo de financeirização na economia brasileira no período recente (2010-2019) partindo do 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.

A importância deste capítulo para o presente trabalho é, primeiramente, a construção de indicadores que permitam mensurar empiricamente a financeirização das firmas não-financeiras. Este é um passo central para a análise a ser realizada no capítulo seguinte, que buscará mensurar, a partir de um modelo econométrico, a relação existente entre financeirização e fragilidade financeira. Um segundo aspecto importante será observar se, ao longo do período de análise, é possível perceber um processo de aprofundamento ou retração da financeirização das firmas não-financeiras no Brasil.

Existe uma ampla literatura destinada à construção de indicadores para a mensuração da financeirização no nível da firma. Via de regra, esses indicadores se baseiam em fatos estilizados sobre a financeirização no que tange às mudanças que ocorrem na composição de ativos das firmas, da sua estrutura de passivos, no seu fluxo de receitas e despesas e no volume de recursos repassados ao sistema financeiro na forma de dividendos e programas de recompra de ações. Com isso, de forma simplificada, a literatura trata como uma firma financeirizada aquela que detém uma alta proporção de ativos financeiros, uma alavancagem elevada, um grande fluxo de caixa financeiro e que distribua uma elevada parcela dos seus resultados para

os acionistas. O presente capítulo irá investigar se esses fatos estilizados são observados na economia brasileira no período recente.

O capítulo está subdividido em seis seções, além desta introdução. A primeira delas buscará apresentar a literatura existente que trata da análise empírica da financeirização das ENFs, apresentando os principais indicadores que são utilizados, bem como os seus resultados. A segunda seção será dedicada a apresentar os aspectos metodológicos do trabalho, descrevendo a amostra analisada e os indicadores que serão utilizados. No terceiro tópico serão apresentados os resultados referentes à composição de portfólio das empresas da amostra a partir da análise da evolução dos ativos e do fluxo de receitas e despesas das firmas.

A quarta seção será dedicada a analisar os passivos das firmas, buscando avaliar como evolui a alavancagem ao longo do período de análise. Na quinta seção será apresentada a evolução do fluxo de recursos das firmas destinado aos acionistas, a partir da evolução do pagamento de dividendos no período analisado. Na sexta e última seção serão apresentadas algumas considerações finais a respeito do capítulo.

### 3.1 FINANCEIRIZAÇÃO DAS FIRMAS NÃO-FINANCEIRAS: ANÁLISES EMPÍRICAS

#### 3.1.1 A financeirização das firmas não-financeiras

A partir da década de 1980 ocorrem importantes mudanças na economia mundial que afetaram significativamente a dinâmica de funcionamento não somente das economias desenvolvidas, mas também dos países em desenvolvimento. Estas transformações 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 através do qual elas se relacionam.

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. Esta discussão é bastante diversa, partindo de diferentes bases, buscando identificar os motivos pelos quais as firmas não-financeiras passaram 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.

Como discutido no Capítulo 1, há dois principais *canais* por meio dos quais a financeirização das empresas não-financeiras se materializa. O primeiro refere-se ao problema de escolha de portfólio por parte das empresas, que se deparam com um novo ambiente econômico ao final do século XX, que as induz à financeirização – aumento dos ativos e receitas financeiros (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; FROUD; 2006; LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; BOYER, 2000; AGLIETTA, 2000; VAN DER ZWAN, 2014; LAPAVITSAS, 2011).

Nos últimos vinte anos, uma série de trabalhos buscou evidências empíricas da existência de um processo de financeirização das firmas não-financeiras, através de indicadores construídos a partir das demonstrações contábeis destas empresas. Em comum esses trabalhos compartilham o pressuposto de que a estrutura de balanço da firma irá refletir com alguma precisão as decisões gerenciais e estratégicas associadas ao aprofundamento da financeirização.

Um primeiro grupo de trabalhos analisou a difusão de estratégias rentistas por parte das ENFs, de tal forma que estas passaram a aumentar a participação de ativos financeiros nos seus balanços e, conseqüentemente, ter uma maior dependência de fluxo de caixa gerado a partir de fontes financeiras. Um dos primeiros trabalhos neste sentido foi realizado por Krippner (2005) a partir da análise do fluxo de caixa das empresas não-financeiras norte americanas entre os anos de 1950 e 2001. A análise da autora se baseia primordialmente em dois indicadores. O primeiro deles é a participação das receitas financeiras das firmas, dada pela soma de juros, dividendos e ganhos de capital recebidos pelas empresas, no seu lucro total. Já o segundo indicador utilizado é a participação dos lucros financeiros no lucro total das firmas. Ambos os indicadores apresentaram uma trajetória crescente no período analisado, principalmente a participação dos lucros financeiros, que em 1950 representavam cerca de 10% do resultado das firmas, passando esse valor a ser de mais de 70% em 2001.

Partindo de um dos indicadores de Krippner (2005), a participação das receitas financeiras nas receitas totais, Orhangazi (2008) buscou avaliar o impacto da financeirização na acumulação de capital na economia dos Estados Unidos entre os anos de 1973 e 2003. O

autor observou um aumento na proporção de receitas financeiras nos lucros das empresas no período, o que teve, conforme sua análise, um impacto negativo sobre o investimento produtivo na economia norte-americana. A partir do mesmo indicador, Lin e Tomaskovic-Devey (2015) realizaram uma análise setorial para a economia norte americana entre 1970 e 2008, objetivando analisar a relação existente entre a financeirização das ENFs e a desigualdade de renda nos Estados Unidos. Os autores observaram um aumento na dependência das receitas financeiras por parte das firmas e sugerem que, no longo prazo, este aumento teria um impacto positivo sobre a desigualdade de renda, aprofundando-a.

Rabinovich (2019) argumenta que o indicador utilizado por Krippner (2005) para mensurar a financeirização do fluxo de caixa das empresas não é um bom indicador. Isso decorre do fato de se utilizar a razão entre receitas financeiras e lucro, de tal forma que:

$$I = \frac{R_f}{(R_f - C_f) + (R_{nf} - C_{nf})}$$

Onde  $I$  é o indicador,  $R$  a receita,  $C$  o custo e os índices  $f$  e  $nf$  se referenciam respectivamente a financeira e não-financeira. O ponto destacado por Rabinovich (2019) é que por este indicador, um aumento nos custos financeiros das firmas, que poderia ser decorrente de um processo de financeirização, geraria uma redução do seu índice de financeirização. Ao recalcular o índice, considerando a razão entre lucro financeiro e lucro total, o autor observa que os valores são significativamente inferiores aos apresentados por Krippner (2005), inclusive com o indicador apresentando valores negativos na maior parte do período.

Conforme dito anteriormente, a análise das fontes das receitas e dos lucros das ENFs parte da suposição de que essas firmas passam a adotar uma estratégia rentista, de tal forma que reduzem a participação de ativos produtivos em seu balanço, aumentando a proporção de ativos financeiros, aumentando a dependência do fluxo de caixa das empresas de recursos de fontes financeiras. Tendo isso em vista, Demir (2007) analisou a proporção de ativos financeiros em relação aos ativos totais das firmas não-financeiras em três países: Argentina, México e Turquia. O objetivo do autor era avaliar se a liberalização financeira destes países intensificou a financeirização das suas empresas. Os resultados do autor apontam que o processo de liberalização destes países canalizou os recursos disponíveis das firmas para investimentos especulativos de curto prazo em detrimento de projetos de investimentos de longo prazo, alterando o padrão de acumulação destas economias.

No mesmo sentido, objetivando compilar diversos indicadores de financeirização das firmas, Davis (2016) analisou a relação entre ativos financeiros e estoque de capital das ENFs dos Estados Unidos entre 1950 e 2014. A definição de ativos financeiros utilizada no trabalho contempla a soma dos recursos de caixa, títulos de curto prazo, recebíveis, investimentos em subsidiárias e coligadas, e outros, uma categoria que agrega outros ativos financeiros não contemplados pelas categorias anteriores. Observou-se no período um grande aumento na relação entre ativos financeiros e imobilizados das firmas, principalmente dos ativos classificados da categoria “outros”.

Rabinovich (2019) chama a atenção de que os indicadores utilizados para testar esta hipótese rentista das firmas, por ele denominada de *financial turn accumulation hypothesis*, podem superestimar a financeirização. Ao observar a economia dos Estados Unidos, o autor observa que grande parte do aumento no volume de ativos financeiros contabilmente registrados pelas firmas é computado em uma categoria denominada de *unidentified miscellaneous assets*, uma categoria que agrega valores que não são contemplados nas demais categorias de ativos financeiros, assim como apresenta Davis (2016). Ao detalhar a composição destes ativos, entretanto, o autor apresenta que o único valor que apresenta um crescimento expressivo entre 1950 e 2015 são os valores destinados para investimento direto estrangeiro por parte das firmas, que teriam prioritariamente um caráter de longo prazo e não especulativo.

Outra variável comumente utilizada para a mensuração da financeirização das firmas não-financeiras é o endividamento destas. Partindo-se do pressuposto de que empresas financeirizadas passam a operar de forma cada vez mais semelhante às firmas do setor financeiro (CROTTY, 2005), uma característica central deste processo é que estas empresas são geridas a partir de uma maior alavancagem. Orhangazi (2008), em sua estimativa econométrica, buscando avaliar o efeito da financeirização sobre a acumulação de capital na economia norte-americana, mensurou o grau de alavancagem das firmas a partir da relação entre dívidas de longo prazo e imobilizado. Os resultados apontados pelo autor indicam que um aumento no endividamento de longo prazo das firmas reduz a sua taxa de investimento, reduzindo a acumulação de capital.

Davis (2016), ao olhar para o processo de financeirização das empresas norte-americanas, observou um grande aumento na alavancagem, olhada a partir da relação entre endividamento total e estoque de capital, que saiu de cerca de 35% na década de 1950 para 85% em 2014. A autora ainda destaca que, para a avaliação do processo de financeirização das firmas, é preferível utilizar a razão entre dívida e estoque de capital em relação a outras formas

de se mensurar a alavancagem, pois o endividamento assumido pelas firmas destinado à compra de ativos de capital não faria parte do indicador.

Por fim, o último grupo de indicadores utilizados para a mensuração da financeirização ao nível da firma diz respeito àqueles que buscam avaliar a importância do *maximizing shareholder value* na gestão das firmas. Estes indicadores buscam captar o engajamento das firmas em atender os interesses dos seus acionistas de se gerar altos retornos no curto prazo. Froud *et al.* (2000) foram pioneiros neste tipo de estudo ao analisar, para as 200 maiores empresas dos Estados Unidos, o indicador *Economic Value Added* (EVA), divulgado pela consultoria financeira *Stern Stewart's*, como um indicador do valor que as empresas geram para os acionistas. Os autores observaram que estas empresas se esforçam para manter um elevado EVA, mas muitas vezes não conseguem entregar os resultados esperados e acabam sendo pressionadas pelo sistema financeiro a se adequarem aos padrões estabelecidos.

Lazonick e O'Sullivan (2000) analisaram o impacto do *shareholder value* nas firmas não financeiras dos Estados Unidos a partir do volume de recurso que estas firmas destinam aos acionistas a cada ano. Foi avaliada a relação entre os dividendos pagos pelas firmas e o lucro líquido, observando que esse valor sobe de 42,4% para 49,6% entre 1960 e 1998. O outro indicador analisado foi a relação entre o volume de recursos destinados a programas de recompra de ações e o lucro líquido da firma. De acordo com os autores, esse valor, que representava menos de 5% dos lucros em 1978, chegou a representar mais de 30% em 1992. Estes dois indicadores foram incorporados na literatura como a principal métrica do MSV, sendo replicado em diversos outros trabalhos (CROTTY, 2003; CROTTY, 2005; DAVIS, 2016; TORI; ONARAN, 2018).

### **3.1.2 Análises empíricas do processo de financeirização das firmas brasileiras**

Como pode ser observado a partir da seção anterior, grande parte da literatura que trata sobre financeirização é centrada nos Estados Unidos, principalmente as análises empíricas. Demir (2007) foi um dos pioneiros em chamar a atenção para as peculiaridades desse processo nos países em desenvolvimento, buscando avaliar empiricamente a financeirização e seus efeitos fora dos países centrais. Posteriormente, diversos trabalhos se dedicaram a esta temática (DEMIR, 2009; BONIZZI, 2013; RABINOVICH; ARTICA, 2020).

No Brasil, a discussão em torno da financeirização remonta a um período anterior ao grande destaque que o tema passa a receber na literatura econômica, principalmente a partir do

pioneirismo do trabalho de Braga (1985), que já chamava a atenção para mudanças que ocorriam no padrão de acumulação capitalista, como o aumento no acúmulo de ativos financeiros e da participação dos lucros financeiros nas corporações industriais, e seus efeitos nas economias. Desde então, diversos outros trabalhos buscaram analisar a dinâmica deste processo na economia brasileira (BRUNO, 2011; BRUNO; CAFFE, 2017; LAVINAS; ARAÚJO; BRUNO, 2017; PAULA; BRUNO, 2017; BRUNO; GENTIL, 2022; LAVINAS; ARAÚJO; GENTIL, 2022).

Entretanto, a literatura que trata especificamente da financeirização das ENFs no Brasil é mais escassa. Corrêa, Lemos e Feijó (2017) analisaram a reversão do ciclo econômico brasileiro pós-crise de 2008 em um contexto de financeirização das firmas não-financeiras. O trabalho indica que o período de expansão do ciclo anterior à crise foi acompanhado de um aumento no nível de alavancagem, uma redução na retenção de lucros e um aumento no lucro não operacional das firmas, o que acabou por aumentar a fragilidade das firmas. Já Miranda, Croco e Santos (2017) analisaram a estrutura de capital das empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil, buscando analisar como a financeirização afetou modificações no controle das empresas. O trabalho concluiu que, apesar das famílias e indivíduos serem os principais acionistas das empresas, houve um aumento no número de investidores institucionais e uma concentração de capital das empresas.

Dourado (2019) analisou o processo de financeirização das ENFs no Brasil entre os anos de 1995 e 2018 a partir de um conjunto de indicadores, objetivando analisar, a partir de um modelo econométrico, a relação entre financeirização e investimento produtivo na economia brasileira. Foram calculados três indicadores de financeirização em 560 empresas não-financeiras de capital aberto: a relação entre receitas financeiras e receitas operacionais; a proporção de lucros distribuídos na forma de dividendos; e a relação entre endividamento e imobilizado das firmas. Observou-se um aumento significativo na proporção de receitas financeiras e no endividamento das ENFs no período, enquanto a distribuição de dividendos, apesar de uma grande oscilação, apresentou queda ao longo do período.

Mantoan, Centeno e Feijó (2021) apresentaram os efeitos da reversão do ciclo econômico recente da economia brasileira no aprofundamento da financeirização das firmas não-financeiras. A partir da análise contábil de 100 empresas de capital aberto entre os anos de 2012 e 2019, os autores observaram um aumento na relação dividendos pagos/investimentos produtivos e um aumento nas dívidas de longo prazo das ENFs no período de análise.

Martins, Ocké-Reis e Drach (2021) analisaram os balanços patrimoniais das operadoras líderes de plano de saúde no Brasil entre 2007 e 2019, buscando caracterizar o

processo de financeirização destas firmas a partir da análise da sua estrutura de ativos, endividamento, da estrutura de capital e governança corporativa. O estudo conclui que, apesar de um aumento na parcela de ativos financeiros acumulados pelas firmas, esta tendência é fraca se considerar apenas as aplicações livres, desvinculadas de contraprestação. Por outro lado, observou-se uma baixa relevância das receitas financeiras nos lucros, bem como uma redução no grau de alavancagem das firmas. Entretanto, observou-se uma mudança na estrutura de capital de várias das firmas, com abertura de capital e adoção de padrões de governança corporativa estabelecidos no mercado de capitais.

Por fim, Meyer e Paula (2023) estimaram os impactos da financeirização sobre o investimento no Brasil, sugerindo que a preconização dos acionistas pode ser associada à inibição dos investimentos produtivos: uma vez que as políticas de gestão corporativa voltadas à maximização do *shareholder value* implicam uma menor disponibilidade de recursos internos, as despesas em investimentos ficam comprometidas por essa maior restrição financeira. O trabalho analisa o período de 2007 a 2017, usando dados trimestrais e agrupando as empresas em setores.

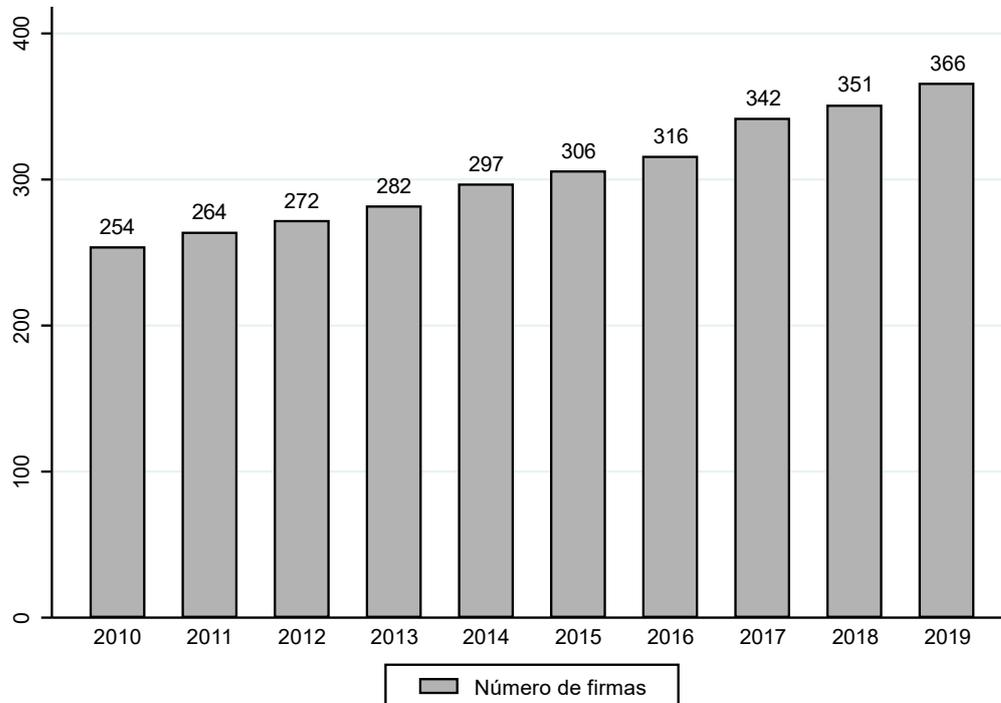
Neste capítulo, compilaremos um conjunto de indicadores de financeirização com base na literatura empírica internacional e brasileira, buscando refletir as diferentes dimensões do processo de financeirização e suas influências sobre as empresas não-financeiras. A literatura aqui reunida sugere que há três grupos de indicadores principais relativos à financeirização das firmas: (i) a via dos ativos e das receitas financeiras; (ii) a via dos passivos e das despesas financeiras; e (iii) a via da distribuição de dividendos e de outras formas de redistribuição de recursos das empresas aos acionistas.

### 3.2 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 parte de uma base de dados formada a partir dos Demonstrativos Financeiros e Patrimoniais das empresas listadas em bolsa no Brasil, extraídos da base de dados Economática. 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 374 empresas, variando o número anualmente em virtude da abertura ou fechamento do capital das empresas durante o

período analisado. Um sumário apresentando o número de firmas na amostra a cada ano é apresentado na Figura 10.

**Figura 10** – Número de firmas na amostra por ano



Fonte: elaboração própria.

Os dados utilizados estão contidos no balanço patrimonial e na demonstração do resultado do exercício das firmas, obtidos a partir dos demonstrativos anuais consolidados entre 2010 e 2019, totalizando 10 anos de análise. O período analisado se justifica em virtude de mudanças nos métodos de mensuração contábil das companhias de capital aberto no Brasil, principalmente antes de 2010, o que torna difícil a compatibilização das séries de períodos anteriores sem gerar distorções na base de dados. No período anterior a 2010, não existia uma conta desagregada para tratar de pagamento de dividendos por parte das empresas e a mensuração de ativos financeiros por parte das firmas era realizada a partir de uma metodologia distinta.

A análise será realizada em três etapas, visando avaliar separadamente a evolução do ativo, do passivo e a maximização do valor do acionista. 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, bem como a composição das receitas das firmas. A segunda etapa consistirá em avaliar a existência de um

processo de financeirização das firmas, olhando para a evolução do passivo destas. O objetivo é verificar se estas firmas aumentam o seu grau de alavancagem ao longo do período, bem como analisar a evolução das suas despesas financeiras. A terceira e última etapa será analisar a evolução do volume de recursos destinados pelas firmas para os seus acionistas na forma de dividendos, objetivando avaliar um possível aprofundamento do *shareholder value* na governança corporativa das firmas.

### 3.2.1 Métricas para análise da financeirização das firmas brasileiras

A escolha das métricas utilizadas no presente capítulo basearam-se na ampla literatura relativa às mudanças que ocorrem no interior da firma não-financeira em um contexto de financeirização. Particularmente, as variáveis utilizadas no presente modelo são baseadas nos trabalhos empíricos realizados por Davis (2016) e Rabinovich (2019). O primeiro índice utilizado para verificar o processo da financeirização foi o peso dos ativos financeiros no balanço patrimonial ( $AFin_t^i$ ), definido como a relação entre o ativo financeiro ( $AF_t^i$ ) e o ativo total da firma. Como a estrutura contábil das firmas de capital aberto no Brasil não traz uma conta específica de ativos financeiros, utilizou-se a definição proposta por Davis (2016), que define o ativo financeiro como o somatório das contas caixa e equivalentes de caixa ( $Cx_t^i$ ), recebíveis ( $Rec_t^i$ ), aplicações financeiras ( $AplFin_t^i$ ) e investimentos em empresas coligadas ( $Inv_t^i$ ).

$$AFin_t^i = \frac{AF_t^i}{AT_t^i} = \frac{(Cx_t^i + Rec_t^i + AplFin_t^i + Inv_t^i)}{AT_t^i}$$

Além disso, visando avaliar a existência de uma estratégia rentista por parte das firmas, foram calculadas as proporções de receitas financeiras nas receitas totais das firmas ( $RFin_t^i$ ). Conforme já apontado em seção anterior, a forma mais comumente utilizada para o cálculo deste indicador foi proposta por Krippner (2005), relacionando as receitas financeiras com o lucro da firma. Entretanto, já mencionamos que, conforme aponta Rabinovich (2019), este indicador apresenta distorções, sendo mais aconselhável utilizar as receitas totais no denominador. Desta forma, o indicador utilizado foi a relação entre as receitas financeiras totais e a receita operacional líquida.

$$RFin_t^i = \frac{RFT_t^i}{ROL_t^i}$$

Já o grau de alavancagem ( $Alav_t^i$ ) das firmas foi mensurado a partir da razão entre a dívida total das empresas ( $DT_t^i$ ) e o seu ativo total ( $AT_t^i$ ). A dívida total é dada pelo somatório dos empréstimos e financiamento de curto ( $EFcp_t^i$ ) e de longo prazo ( $EFlp_t^i$ ) da firma.

$$Alav_t^i = \frac{DT_t^i}{AT_t^i} = \frac{(EFcp_t^i + EFlp_t^i)}{AT_t^i}$$

Por fim, visando avaliar a importância do *shareholder value* na governança corporativa das firmas, foi analisada a variável dividendos ( $Div_t^i$ ) dada pela relação entre os dividendos pagos ( $DP_t^i$ ) pela firma e a sua receita operacional líquida ( $ROL_t^i$ ).

$$Div_t^i = \frac{DP_t^i}{ROL_t^i}$$

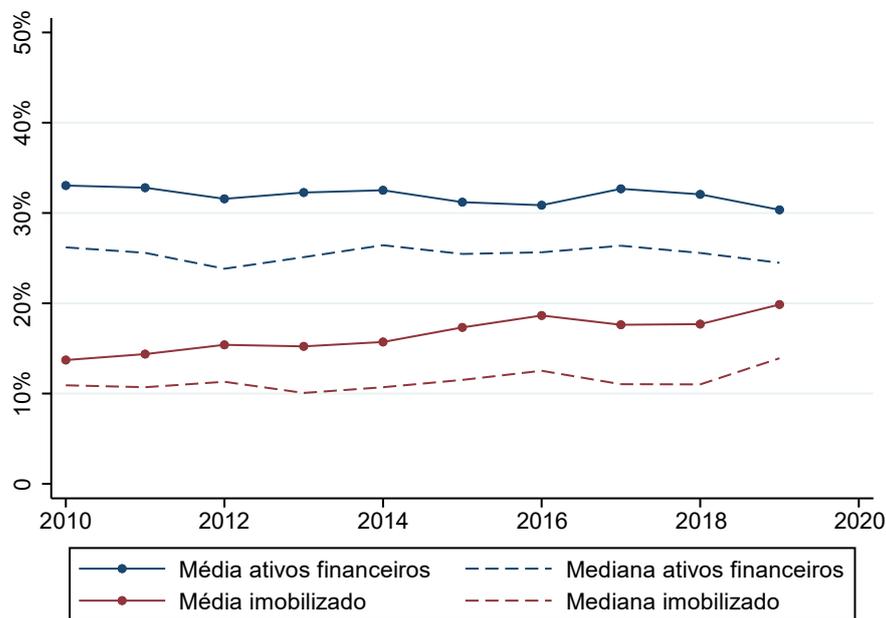
Para todos os indicadores apresentados, o índice  $i$  representa cada uma das 374 firmas da amostra e o índice  $t$  se refere a cada período de tempo analisado.

### 3.3 MUDANÇA DE PORTFÓLIO E RENTISMO 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 a 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, com uma grande variedade de produtos e com uma rentabilidade crescente (DEMIR, 2007; CROTTY, 2003; 2005).

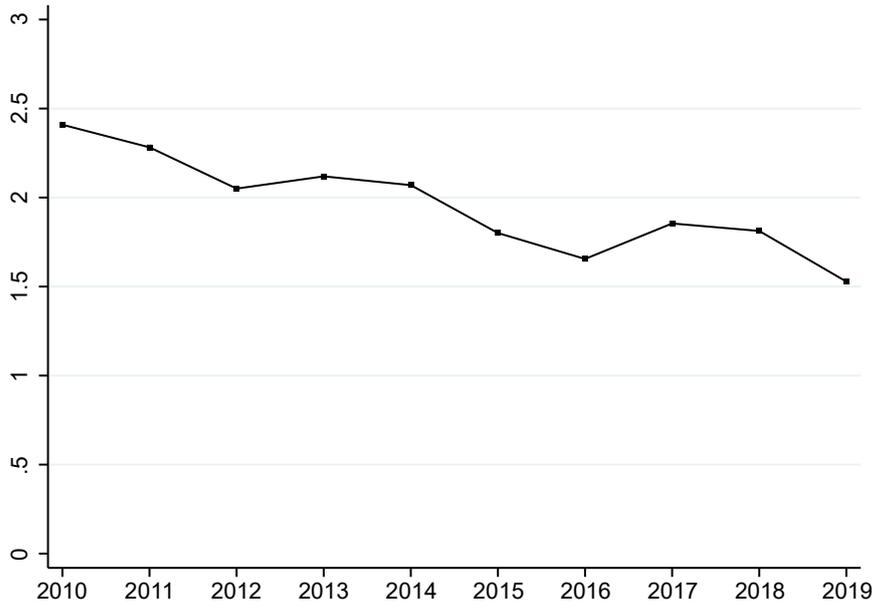
A Figura 11 apresenta a média e a mediana da participação dos ativos financeiros e do ativo imobilizado das firmas não-financeiras brasileiras em relação ao seu ativo total. Conforme já apresentado, entende-se aqui como ativo financeiro o somatório da disponibilidade de caixa e equivalentes, os recebíveis, o investimento em empresas coligadas e subsidiárias e as aplicações financeiras destas firmas (DAVIS, 2016; 2017). O ativo imobilizado aqui é utilizado como *proxy* da evolução do estoque de capital fixo destas firmas.

**Figura 11** - 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 da Figura 11, que, ao longo do período analisado, temos uma pequena queda na participação dos ativos financeiros no balanço patrimonial das firmas, tanto em termos da média como em termos da mediana. Um comportamento inverso é apresentado pela participação dos ativos imobilizados no balanço das firmas, que apresenta uma trajetória crescente no período. Apesar de ambos os movimentos serem suaves, em conjunto eles foram responsáveis por uma queda significativa na relação entre ativos financeiros e ativos fixos no período. Enquanto em 2010 os ativos financeiros representavam 2,4 vezes o tamanho dos ativos fixos, na média das empresas esse valor caiu para 1,5 no ano de 2019, conforme pode ser observado na Figura 12.

**Figura 12** – Média da relação entre ativos financeiros e imobilizado, 2010 a 2019

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

Estes resultados apontam que não é possível observar, no período analisado, um maior engajamento das firmas em uma estratégia rentista, voltada a obter ganhos financeiros a partir de uma maior exposição a ativos financeiros. A título de comparação, ao analisar a economia dos Estados Unidos, os resultados apresentados por Davis (2016) indicam que a relação entre ativos financeiros e estoque de capital apresentava um valor de 2,65 no ano de 2010 passando para 2,74 no ano de 2014. Isto indica que, apesar de não ser possível observar um aumento nesta relação na nossa amostra, o valor observado no ano de 2010 é próximo do apresentado na economia norte-americana em termos de nível, porém os indicadores possuem uma trajetória divergente nos períodos subsequentes.

Entretanto, nem todos os componentes dos ativos financeiros se comportaram da mesma maneira ao longo do período analisado. A partir da Tabela 3 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, 15,2% do ativo das firmas não financeiras eram compostos por contas a receber, passando para pouco mais de 13% em 2019. Cabe ressaltar que a nossa amostra está inserida em um período de forte desaceleração econômica, principalmente entre os anos de 2010 e 2015, o que possivelmente afetou significativamente as vendas das firmas e, conseqüentemente, o volume de recebíveis detidos por elas.

**Tabela 3** - Participação percentual dos componentes do ativo, média anual 2010-2019

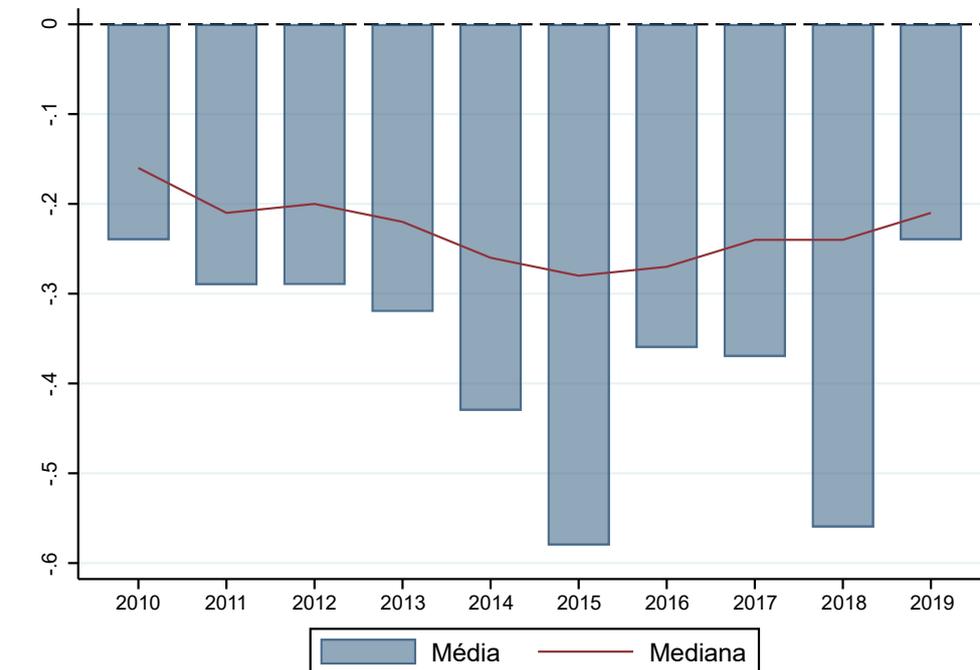
	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
<b>Imobilizado</b>	<b>13.7</b>	<b>14.4</b>	<b>15.4</b>	<b>15.2</b>	<b>15.7</b>	<b>17.3</b>	<b>18.6</b>	<b>17.6</b>	<b>17.7</b>	<b>19.9</b>
<b>Ativo financeiro</b>	<b>33.0</b>	<b>32.8</b>	<b>31.6</b>	<b>32.3</b>	<b>32.5</b>	<b>31.2</b>	<b>30.9</b>	<b>32.7</b>	<b>32.1</b>	<b>30.4</b>
Caixa	8.3	9.3	8.8	8.7	8.1	7.2	7.3	7.7	6.7	7.3
Recebíveis	15.2	14.8	14.7	13.6	13.9	13.5	13.3	13.7	13.8	13.0
Investimentos	4.2	4.5	4.7	5.9	5.8	5.5	5.6	6.1	6.0	5.2
Apl. Financeiras	5.3	4.2	3.4	4.0	4.8	4.9	4.7	5.1	5.5	4.9

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

Ao mesmo tempo, a parcela mantida em caixa, ou equivalentes, teve uma pequena diminuição (de 8,3% para 7,3%), enquanto a proporção de investimentos aumentou de 4,2% para 5,2%. Já o total de ativos mantidos na forma de aplicações financeiras teve uma redução de cerca de 0,4 pontos percentuais, porém, ao longo de todo o período, esta conta representa uma pequena parcela dos ativos das empresas, variando entre 4,0% e 5,5%. Este seria um indicativo contra a hipótese de rentista das firmas não financeiras, pois, apesar de estas terem uma parcela expressiva dos seus ativos com características financeiras, apenas uma pequena parte deles é representada por ativos que tenham como objetivo obter recursos financeiros que estejam fora da atividade principal da empresa.

Objetivando analisar mais a fundo a possibilidade da hipótese rentista das firmas não financeiras, a Figura 13 apresenta a média da razão entre o lucro financeiro e a receita operacional líquida das firmas 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. Isto significa que as empresas têm um dispêndio superior às receitas financeiras que obtêm. Este prejuízo cresce até o ano de 2015, passando, a partir de então, a apresentar uma tendência de declínio. É possível ver que a queda é mais acentuada ao longo do período de desaceleração da economia, momento em que possivelmente ocorreu uma maior queda na receita operacional das empresas, e conseqüentemente uma maior queda no indicador.

**Figura 13** - Resultado financeiro em relação à receita operacional líquida, média e mediana 2010-201



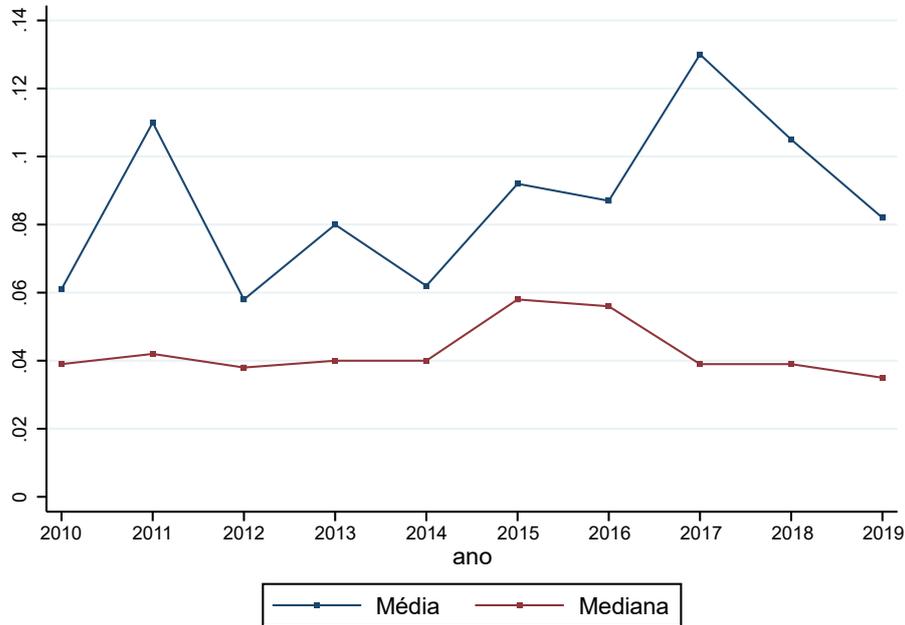
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

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 processos não ligados à financeirização. Isto ocorre, pois, parte dessas despesas estão ligadas ao pagamento de juros derivados de financiamentos de capital fixo das empresas.

Tendo em vista o viés deste dado, Rabinovich (2019) sugere ser mais preciso avaliar a relação entre a receita financeira e a receita operacional das firmas, indicador que é apresentado na Figura 14. 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. É importante observar que este aumento na parcela de receitas financeiras ocorre em um cenário de redução dos ativos financeiros no balanço das firmas, conforme apresentado na Figura 11. Isto é um indicativo de que essa oscilação deriva mais das taxas de juros praticadas na economia, que geram uma maior

rentabilidade dos ativos financeiros, do que de uma estratégia de alocação de portfólio visando aumentar os rendimentos.

**Figura 14 - Razão entre receita financeira e receita operacional líquida, média anual 2010-2019**



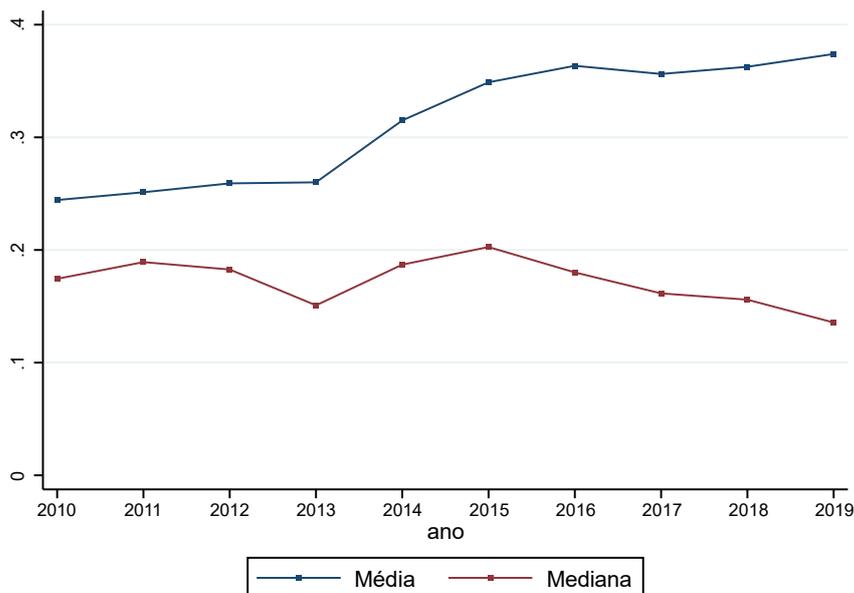
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

A nosso ver, o conjunto dos resultados apresentados na presente seção vai contra a hipótese de que as ENFs no Brasil possuem uma postura rentista, buscando migrar as suas fontes de ganhos do setor produtivo para ganhos no setor financeiro. Primeiramente, apesar dos ativos financeiros representarem uma parcela significativa dos ativos das firmas, a maior parte deles, 68% na média do período analisado, estão alocados na forma de disponibilidade de caixa ou de recebíveis, sendo uma pequena proporção na forma de ativos especulativos com o objetivo de obter maiores ganhos financeiros. Em segundo lugar, torna-se difícil aceitar a ideia de que os lucros das firmas estejam cada vez mais dependentes dos ganhos financeiros, uma vez que, durante o período de análise, na média, as empresas apresentaram prejuízos financeiros em todos os anos. Por fim, é possível observar um aumento na proporção de receitas originadas de fontes financeiras por parte das firmas, entretanto, estas possuem ainda uma parcela pequena da sua receita operacional líquida, sendo as suas oscilações mais atreladas ao ciclo de juros da economia do que a um maior engajamento das firmas a uma estratégia especulativa.

### 3.4 ENDIVIDAMENTO E AMPLIAÇÃO DA ALAVANCAGEM DAS FIRMAS NÃO-FINANCEIRAS BRASILEIRAS

De acordo com Palley (2013), 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. Tendo isso em vista, a Figura 15 apresenta a média e a mediana da dívida total das firmas não-financeiras brasileiras entre 2010 e 2019 em relação ao ativo total. Conforme é possível observar, durante o período analisado, ocorre uma ampliação do grau de endividamento destas firmas, expressa por uma maior alavancagem em relação ao seu ativo total, na média.

**Figura 15** - Razão entre dívida total e ativo total, média anual 2010-2019

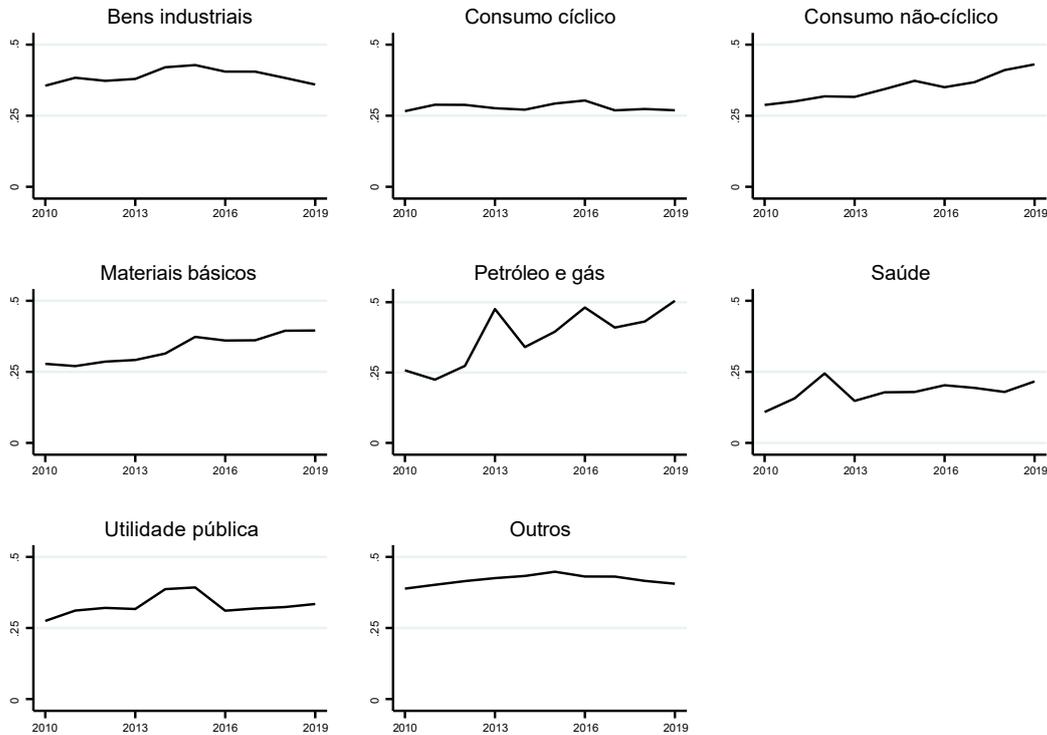


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

Percebe-se que até o ano de 2015, tanto a média quanto a mediana apresentam uma trajetória similar, apesar de em nível a média ser superior. Entretanto, a partir de 2016 observamos um aumento expressivo na média e um declínio na mediana. Este resultado sinaliza que a alavancagem das firmas, apesar de ter um crescimento ao longo do período, ocorreu de forma mais concentrada em algumas firmas, principalmente a partir de 2016. A Figura 16 apresenta a alavancagem das firmas desagregada por setor de atividade econômica. É possível perceber que a partir de 2015 os setores seguem uma trajetória de alavancagem bastante distinta.

Enquanto os setores de materiais básicos, consumo não cíclico e petróleo e gás têm uma trajetória de aumento do seu endividamento, os setores de bens industriais, consumo cíclico e utilidade pública reduzem o seu nível de endividamento.

**Figura 16** - Razão entre dívida total e ativo total, média setorial 2010-2019



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

É necessário salientar que, a princípio, a partir de uma análise descritiva, não é possível observar uma correspondência entre esse nível de alavancagem e os índices de fragilidade financeira apresentados no Capítulo 2. Apesar da centralidade da alavancagem para a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky e, especialmente, na determinação da fragilidade financeira das unidades econômicas, para o cálculo do Índice de Fragilidade Financeira foram consideradas somente as dívidas de curto prazo das firmas, enquanto as aqui apresentadas se referem à soma do endividamento de curto e médio prazo. Um segundo fator é que a fragilidade financeira não depende somente da alavancagem e sim da compatibilidade entre o fluxo de caixa e seu endividamento. Desta forma, uma relação mais precisa entre a alavancagem e a fragilidade financeira depende de uma análise mais profunda. Esta é uma das questões que buscaremos responder no modelo econométrico que será apresentado no Capítulo 4.

Por fim, a partir dos resultados apresentados, é sim possível supor que o processo de financeirização das firmas não-financeiras no Brasil ocorra a partir de um aumento dos seus

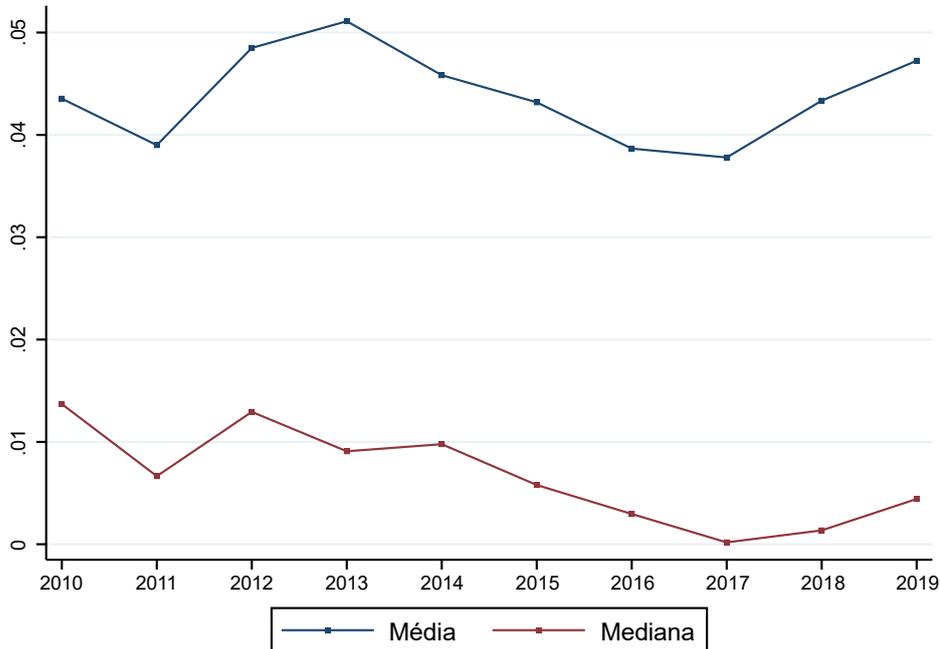
passivos. Conforme apresenta Crotty (2005), o aumento das dívidas das empresas é por si só uma característica da financeirização, uma vez que esse processo tem um caráter disciplinador dos mercados financeiros sobre o setor produtivo, já que envolve uma relação desigual de poder entre credor e devedor. Entretanto, mesmo que este seja o caso da economia brasileira, os resultados indicam que este é um processo desigual entre os setores de atividade econômica. Além disso, para uma melhor compreensão deste fenômeno, seria prudente uma análise de um período mais extenso de tempo, a fim de observar se esta é uma trajetória de longo prazo ou se reflete as peculiaridades do ciclo econômico que aqui estamos analisando.

### 3.5 DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DO ACIONISTA

Outra mudança nas firmas não-financeiras bastante destacada na literatura de financeirização é o aumento dos recursos destinados por estas empresas para a distribuição de dividendos para os seus acionistas. Diversos autores apontam que o processo de financeirização intensifica as relações entre as firmas e o sistema financeiro. Entretanto, esta nova dinâmica implica em uma relação de poder não homogênea, onde o mercado financeiro impõe pressões constantes às firmas não-financeiras para a distribuição do maior volume de recursos possíveis no menor espaço de tempo (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000; LAZONICK, 2011; DAVIS, 2016; BOYER, 2000; FROUD *et al.*, 2000; 2006).

A Figura 17 apresenta a média e a mediana da relação entre dividendos pagos e receita operacional líquida das firmas não-financeiras de capital aberto no Brasil entre 2010 e 2019. É possível observar que a média de dividendos pagos oscilou entre aproximadamente 4% e 5% da receita operacional líquida durante todo o período. A partir dos resultados apresentados, percebemos que uma pequena parcela dos lucros das firmas brasileiras é distribuída na forma de dividendos. Estes resultados contrastam bastante com os apresentados por Lazonick e O'Sullivan (2000) que, ao tratar da economia norte-americana, apontam que nas décadas de 1980 e 1990 cerca da metade dos lucros gerados pelas firmas dos Estados Unidos eram distribuídos na forma de dividendos.

**Figura 17** – Média e mediana dos dividendos pagos em relação à receita operacional líquida, 2010-2019



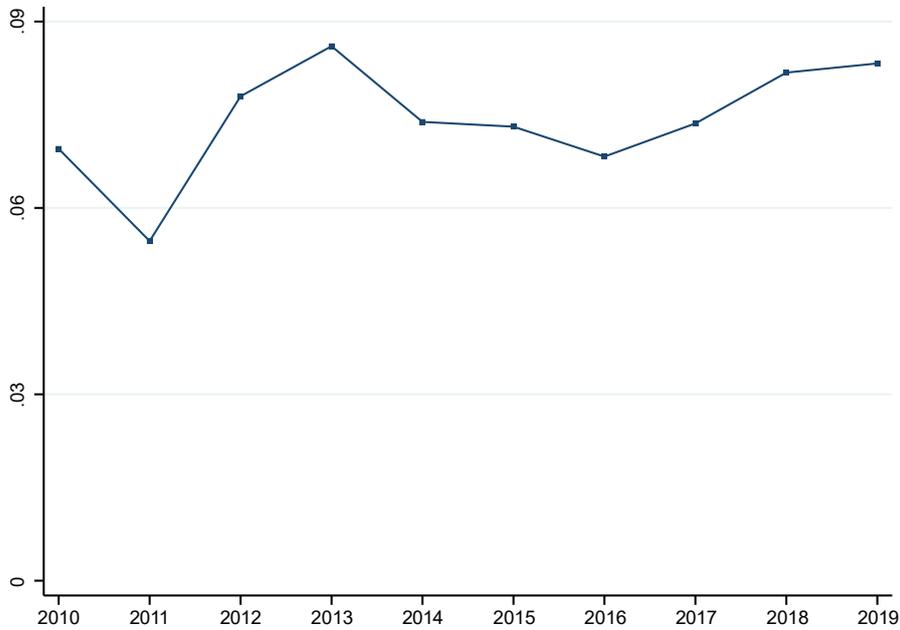
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

Cabe ressaltar que o mais comum, no mercado de capitais brasileiro, é que firmas que apresentem prejuízos em determinado exercício não distribuam dividendos em função de não terem gerado lucros no período. Desta forma, os valores apresentados na Figura 17 acabam sendo “subestimados” em função de que várias firmas, mesmo que estivessem engajadas em uma governança de maximização do valor do acionista, estariam incapazes de pagar dividendos em função de não gerarem lucros no exercício. Esse fato torna-se mais relevante ao considerarmos que o período de análise comporta vários anos de desaceleração da economia brasileira, tornando mais difícil a geração de lucros por parte das firmas. Visando contornar este viés, a Figura 18 apresenta a média de dividendos pagos em relação à receita operacional bruta considerando apenas as firmas que efetivamente distribuíram lucros em cada exercício.

Diferentemente do resultado anterior, é possível observar uma trajetória de aumento no volume de dividendos pagos pelas firmas no período de análise, passando de 6,9% em 2010 para 8,3% da receita operacional líquida em 2019. Apesar disso, a proporção de dividendos pagos pelas firmas brasileiras ainda se encontra em um nível bastante inferior ao que se observa nas economias centrais. Cabe destacar que a distribuição de dividendos não é a única expressão das mudanças de governança corporativa em um processo de financeirização. Davis (2016) destaca que a partir da década de 1980 cresce exponencialmente nos Estados Unidos o processo

de recompra de ações por parte das firmas não-financeiras, visando a valorização das suas ações e a satisfação dos interesses dos acionistas.

**Figura 18** – Média e mediana dos dividendos pagos em relação à receita operacional líquida, 2010-2019



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

Davis (2016) aponta que as firmas não-financeiras americanas destinavam cerca de 1% do seu patrimônio líquido anualmente para programas de recompra de ação, na média, em 1980. Em 2014, de acordo com os resultados apontados pela autora, este valor representava 8% do patrimônio líquido das firmas. Rabinovich (2019) vai destacar ainda que esse processo veio acompanhado de uma diminuição no volume de dividendos pagos pelas empresas, sinalizando uma mudança na forma em que as firmas utilizam a sua gestão patrimonial visando atender aos interesses dos acionistas. Como no Brasil não temos uma série histórica consolidada dos programas de recompra de ações das companhias, não foi possível verificar a ocorrência deste fenômeno nas firmas brasileiras.

Uma das hipóteses centrais na discussão em torno da financeirização das firmas reside na noção de que o aumento da distribuição de lucros, dado o *maximizing shareholder value*, acaba por drenar recursos das firmas que antes seriam destinados à promoção de investimentos produtivos, afetando negativamente o processo de acumulação de capital (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000; STOCKHAMMER, 2004; CROTTY, 2005; TORI; ONARAN, 2018; DOURADO, 2019; MEYER; PAULA, 2023). Esta hipótese foi estendida no presente trabalho,

conforme apontado no Capítulo 1, tendo em vista que o aumento na distribuição de lucros representaria um consumo dos recursos das firmas que poderiam ser utilizados para o pagamento dos seus compromissos financeiros contratuais, gerando o aumento da fragilidade financeira.

Entretanto, dado o baixo nível de lucros distribuídos apresentado na média pela amostra, sem nenhuma grande variação ao longo do período, acreditamos que, mesmo que tenha tido um efeito *crowding-out*, estes valores seriam pouco significativos para a explicação de uma queda generalizada da taxa de acumulação ou por um aumento expressivo da fragilidade. Cabe observar que estamos observando a média das firmas, podendo as variáveis distribuição de dividendos, taxa de investimento e fragilidade financeira variarem significativamente dentro da amostra. A relação entre distribuição de dividendos e fragilidade financeira será analisada, com maior propriedade, a partir do modelo a ser apresentado no Capítulo 4

Destacamos que, a partir da análise da evolução dos dividendos pagos pelas firmas brasileiras entre os anos de 2010 e 2019, não é possível perceber com clareza uma proliferação de estratégias de governança corporativa voltadas ao *shareholder value*. Primeiramente, ao se observar todas as companhias de capital aberto, percebemos que no período de análise o volume de dividendos pagos permaneceu praticamente constante, tendo pequenas oscilações. Em segundo lugar, a proporção dos lucros distribuídos na forma de dividendos ainda corresponde a um valor relativamente baixo, entre 4% e 5%.

### 3.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente capítulo objetivou analisar o processo de financeirização das firmas não-financeiras no Brasil a partir da observação dos seus demonstrativos contábeis entre os anos de 2010 e 2019. Para isso, foram examinados três fatos estilizados apontados pela literatura referente à financeirização das ENFs. Primeiramente, realizou-se uma análise dos ativos e do fluxo de caixa das empresas, a fim de avaliar a existência de um aprofundamento de uma estratégia rentista por parte das firmas, onde estas passariam a promover uma substituição do seu portfólio, a partir do acúmulo de ativos financeiros, em detrimento dos ativos de capital, aumentando a dependência do seu fluxo de caixa de receitas obtidas através de fontes financeiras.

A partir da análise dos ativos das firmas não foi possível observar um caráter rentista da sua gestão no período analisado. Observou-se que, apesar de uma parcela significativa dos portfólios das empresas serem representados por ativos financeiros, a maior parte destes

recursos estão aplicados na forma de disponibilidade de caixa ou de contas a receber, sendo que o investimento em empresas coligadas e as aplicações financeiras oscilaram em torno de 5% dos ativos ao longo do período de análise. Além disso, foi observado, entre 2010 e 2019, um declínio na proporção de ativos financeiros no balanço das firmas, com um correspondente aumento do ativo imobilizado, fazendo com que a razão entre estes dois valores decaísse sistematicamente ao longo do período de análise. Desta forma, não foi possível observar um processo de substituição de ativos de capitais por ativos financeiros por parte das firmas.

Além disso, ao se observar o fluxo de caixa das firmas, foi apontado que, na média, as firmas apresentaram prejuízos financeiros em todos os anos, apesar de um aumento nas receitas financeiras durante o período analisado. Entretanto, apesar do crescimento, a entrada de recursos no fluxo de caixa das firmas derivados de fontes financeiras ainda representa uma parcela muito pequena das receitas totais da firma. Na média, ao longo do período analisado, as receitas financeiras representaram cerca de 9% da receita operacional líquida das empresas, tendo seu auge no ano de 2017, quando representou 13%. Desta forma, não foi possível observar uma grande adesão das firmas a uma gestão rentista do seu portfólio, dada a queda na relação entre ativos financeiros e imobilizados e a baixa proporção de receitas financeiras no fluxo de caixa das firmas.

Em segundo lugar, observamos a evolução do endividamento das ENFs buscando captar um processo de financeirização dos seus passivos através de um aumento da sua alavancagem. Os resultados apresentados apontam para um aumento, na média, da alavancagem das firmas durante o período analisado. Entretanto a mediana do indicador apresenta uma queda no período, sinalizando que o aumento da alavancagem se deu de forma concentrada entre as firmas. Olhando setorialmente a média do endividamento das firmas, foi possível ver que no período o aumento da alavancagem se concentrou principalmente nos setores produtores de bens de consumo não-cíclico, petróleo e gás e o setor de materiais básicos. Os resultados apresentados podem sinalizar um processo de financeirização do passivo destes setores, uma vez que, ao aumentarem o seu grau de endividamento, passaram a estar mais expostos às pressões do mercado financeiro para geração de resultados no curto prazo, em virtude da relação desigual de poder existente entre credores e devedores.

Por fim, com o objetivo de analisar o papel do *shareholder value orientation*, foi analisada a evolução da distribuição de lucros na forma de dividendos pagos pelas firmas. Conforme já apontado no Capítulo 1, o processo de financeirização das firmas geraria pressões por parte dos seus acionistas para a mudança de uma estratégia de reter lucros para o processo de acumulação de capital em direção a uma gestão voltada a maior distribuição de resultados

pelas empresas. Os resultados apresentados apontam que no período de análise a proporção de lucros distribuídos na forma de dividendos não apresenta uma trajetória bem definida, oscilando ao longo do período entre 4% e 5% da receita operacional líquida das empresas. Se considerarmos apenas as empresas que efetivamente distribuíram proventos em cada ano, esse valor aumenta no período de análise, porém não ultrapassa 9% da receita operacional líquida.

O presente trabalho objetiva melhor compreender a relação existente entre a financeirização das firmas não-financeiras e a fragilidade financeira dessas unidades a partir de uma compreensão de que estas variáveis estão intimamente conectadas, entretanto possuindo uma relação não trivial, dada a complexidade de suas definições, conforme buscou-se apresentar no Capítulo 1. Desta forma, tanto a mensuração da fragilidade financeira das firmas brasileiras, tratada no Capítulo 2, quanto a caracterização do seu processo de financeirização, aqui tratada, cumprem o objetivo de melhor compreender estes fenômenos e ao mesmo tempo fornecer subsídios para a análise estatística da relação existente entre estes dois processos. O próximo capítulo se dedicará à construção de um modelo econométrico objetivando avaliar as conexões existentes entre a financeirização e a fragilidade financeira das empresas de capital aberto no Brasil entre 2010 e 2019.

#### 4 ANÁLISE EMPÍRICA DA RELAÇÃO ENTRE FINANCEIRIZAÇÃO E FRAGILIDADE DAS FIRMAS NÃO-FINANCEIRAS NO BRASIL

Em um âmbito teórico, as relações entre a fragilidade financeira e a financeirização das firmas não-financeiras podem implicar resultados ambíguos – tanto o aprofundamento do processo de financeirização pode resultar em uma maior fragilidade financeira das firmas, quanto em uma menor fragilidade; a priori não é possível determinar qual resultado prevalece, pois há diferentes forças em operação. No Capítulo 1, traçamos os principais “canais de transmissão” por meio dos quais esses processos se relacionam, tendo sido formuladas cinco hipóteses de possíveis interações. Contudo, como antecipamos, somente uma avaliação empírica poderá determinar quais hipóteses prevalecem.

Essa análise empírica é objeto do presente capítulo, cujo objetivo é avaliar empiricamente as relações existentes entre a financeirização e a fragilidade financeira das firmas não-financeiras brasileiras entre os anos de 2010 e 2019. Nos Capítulos 2 e 3 foram apresentadas métricas que possibilitaram caracterizar, ao nível da firma, a evolução da fragilidade financeira e dos processos de financeirização, respectivamente. Já neste capítulo, será desenvolvido um modelo *logit* ordenado em painel a fim de explorar, isoladamente, os efeitos de cada variável representativa do processo de financeirização das ENF's no posicionamento das firmas dentro da taxinomia de fragilidade financeira descrita por Minsky.

Não se espera encontrar uma relação unívoca e unidirecional entre as variáveis estudadas. Conforme já apresentado anteriormente, esta é uma relação complexa, que envolve uma série de fatores para a sua determinação. Além disso, a financeirização das firmas não-financeiras não é um caminho único, havendo várias possibilidades a depender da empresa, do seu setor de atuação, do ambiente econômico em que está inserida etc. O objetivo central do capítulo é avaliar quais as relações que prevalecem para a amostra estudada, no período de tempo analisado.

Este capítulo está subdividido em quatro tópicos além da presente introdução. No primeiro deles serão apresentadas as variáveis utilizadas no modelo, as hipóteses do modelo econométrico e a base de dados utilizada com a respectiva fonte das informações. A segunda seção é voltada para a apresentação do método de estimação utilizado (*logit* ordenado), bem como dos motivos pelos quais se optou pela utilização desta família de modelos. No terceiro tópico serão apresentados os resultados do modelo, a partir da explicitação dos coeficientes das variáveis, além de uma análise isolada do efeito marginal de cada variável de financeirização

sobre a classificação das firmas na taxonomia minskyana. Por fim, na quarta seção serão apresentadas algumas considerações finais em relação aos resultados apresentados.

#### 4.1 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

O objetivo do modelo a ser estimado no presente capítulo é avaliar os efeitos do processo de financeirização das firmas não-financeiras no Brasil sobre o nível de fragilidade financeira destas entre os anos de 2010 e 2019. Usa-se como método um modelo *logit* ordenado de dados em painel. Como variável dependente, utilizou-se uma variável categórica representando a tipologia minskyana de classificação dos agentes econômicos. A classificação das firmas nas categorias propostas por Minsky foi realizada a partir do Índice de Fragilidade Financeira exposto no Capítulo 2.

Entretanto, apesar de tal índice permitir a classificação das firmas nas categorias de fragilidade financeira propostas por Minsky, a partir de seus condicionantes, o valor absoluto do índice não possui significado econômico. A título de exemplo, a partir do índice e dos parâmetros propostos por Torres Filho, Martins e Miaguti (2018), pode-se afirmar que se uma firma apresenta um IFF igual a 0,5 ou igual a 0,3, em ambos os casos ela seria classificada com *hedge*, em função do índice ter um valor inferior à unidade. Entretanto, o índice não nos permite afirmar em qual situação a firma estaria em uma situação mais ou menos frágil.

Visando solucionar este problema, utilizaremos uma variável categórica que assume os valores 1, 2 e 3 representando, respectivamente, as categorias *hedge*, especulativa e Ponzi. Conforme será exposto mais adiante, em um modelo ordenado, os valores assumidos pela variável dependente categórica são irrelevantes, por isso é necessário somente garantir que sigam um ordenamento que possua significado interpretativo.

Em relação à financeirização, a escolha das variáveis baseou-se na ampla literatura relativa às mudanças que ocorrem no interior da firma não-financeira dado um processo de financeirização. Particularmente, as variáveis utilizadas no presente modelo são baseadas nos trabalhos empíricos realizados por Davis (2016) e Rabinovich (2019), já apresentados no Capítulo 3. Serão estimados dois modelos que diferem em razão do nível de agregação das variáveis independentes.

O primeiro modelo apresentará quatro variáveis buscando caracterizar o processo de financeirização das firmas, sendo elas o nível de alavancagem da firma, a quantidade de dividendos pagos, a participação das receitas financeiras no resultado da firma e a proporção de ativos financeiros em seu balanço. No segundo modelo, o ativo financeiro será desdobrado

em quatro variáveis (caixa e equivalentes, recebíveis, aplicações financeiras e investimento), visando observar de forma mais detalhada o efeito dessas variáveis sobre a fragilidade financeira.

Como afirma Palley (2013), o aumento do endividamento das firmas não-financeiras é uma das características mais marcantes do processo de financeirização. Tendo isso em vista, se julgou pertinente utilizar a alavancagem das firmas como uma das variáveis representativas do processo de financeirização no modelo econométrico. O grau de alavancagem ( $Alav_t^i$ ) das firmas foi mensurado a partir da razão entre a dívida total e os ativos das empresas, sendo a dívida total dada pelo somatório dos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo.

Espera-se que esta variável tenha uma relação positiva com o nível de fragilidade financeira (Hipótese 3), dado que no modelo minskyano o aumento do nível de alavancagem dos agentes econômicos ao longo do ciclo é variável central na definição do aumento da fragilidade. Entretanto tal relação não é tão simples quanto aparenta ser, uma vez que dependerá do fluxo de caixa esperado da aplicação dos recursos provenientes do aumento da alavancagem<sup>9</sup>.

Outra mudança nas firmas não-financeiras bastante destacada na literatura de financeirização é o aumento dos recursos destinados por estas empresas para a distribuição de dividendos para os seus acionistas. Para verificar o efeito desta mudança no nível de fragilidade financeira das firmas, foi inserida a variável dividendos ( $Div_t^i$ ), dada pela relação entre os dividendos pagos pela firma e a sua receita operacional líquida.

A literatura de financeirização destaca que o processo de aumento do volume de dividendos pagos por parte das firmas não-financeiras acaba por drenar recursos necessários para a continuidade e expansão do seu processo produtivo (BOYER, 2000). Desta forma, espera-se que tal processo diminua o volume de recursos disponíveis para as firmas honrarem os seus compromissos financeiros contratuais, aumentando o seu nível de fragilidade financeira (Hipótese 5).

A terceira variável representativa do processo de financeirização das firmas não-financeiras utilizada no modelo foram as receitas financeiras ( $RFin_t^i$ ). Esta variável é dada pela razão entre as receitas financeiras totais e a receita operacional líquida da firma. A participação das contas financeiras no fluxo de caixa é uma das mudanças nestas empresas que mais recebe atenção da literatura de financeirização. Espera-se que a proporção de receitas financeiras tenha uma relação positiva com o nível de fragilidade, dado que ao aumentar a dependência do seu

---

<sup>9</sup> O Capítulo 1 apresenta maiores detalhes sobre a complexidade da relação entre fragilidade financeira e alavancagem.

fluxo de receitas de fontes financeiras, a firma estaria se expondo a novos riscos (Hipótese 2). Além disso, conforme destaca Orhangazi (2007), as receitas financeiras são inerentemente mais voláteis do que as receitas derivadas do processo produtivo. Desta forma, um aumento da proporção de receita financeira aumentaria a incerteza em relação ao fluxo de caixa da firma.

Por fim, a última variável explicativa utilizada para verificar o efeito da financeirização sobre a fragilidade financeira das firmas foi o peso dos ativos financeiros no balanço patrimonial ( $AFin_t^i$ ), definido como a relação entre o ativo financeiro e o ativo total da firma. Como a estrutura contábil das firmas de capital aberto não traz uma conta específica de ativos financeiros, utilizou-se a definição proposta por Davis (2016), segunda a qual o ativo financeiro corresponde ao somatório das contas caixa e equivalentes de caixa, recebíveis, aplicações financeiras e investimentos em empresas coligadas. No primeiro modelo (Modelo 1), esta variável foi utilizada de forma agregada; já no Modelo 2, os componentes do ativo financeiro foram desagregados, buscando captar os efeitos de cada um deles isoladamente.

É esperado que o aumento da participação de ativos financeiros no portfólio das firmas não-financeiras reduza o seu nível de fragilidade (Hipótese 1). Acredita-se que este processo deva ocorrer pois estes ativos tendem a apresentar maior liquidez, aumentando os *cash kickers* das firmas, sua margem de segurança e, conseqüentemente, reduzindo a sua fragilidade financeira.

A indisponibilidade de dados organizados e sistematizados sobre operações de recompra de ações e aquisições alavancadas não nos permitiu avaliar a Hipótese 4 formulada no Capítulo 1, devendo ser objeto de estudos posteriores.

Além das variáveis apresentadas, em ambos os modelos foram inseridos  $PIB_t^i$  e  $Selic_t^i$  como variáveis de controle, representando, respectivamente, a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto brasileiro (PIB) e a Taxa Selic diária anualizada. A expectativa do comportamento destas variáveis é que um aumento do PIB aumente o fluxo de caixa das firmas e, conseqüentemente, reduza o seu nível de fragilidade financeira. Já a taxa de juros, espera-se que o seu crescimento aumente o custo dos compromissos financeiros contratuais das empresas, aumentando a sua fragilidade.

As hipóteses aqui formuladas a respeito das expectativas do comportamento das variáveis são aquelas apresentadas no Capítulo 1 como indicado entre parênteses acima, com exceção das que tratam das variáveis de controle. As equações utilizadas para o cálculo do índice de fragilidade financeira e os indicadores de financeirização são os apresentados respectivamente nos Capítulos 2 e 3. Por fim, a Tabela 4 apresenta um sumário das variáveis utilizadas nos modelos com suas respectivas definições e fontes.

**Tabela 4** - Sumário das variáveis utilizadas nos modelos.

<b>Variável</b>	<b>Média</b>	<b>Observações</b>	<b>Definição</b>	<b>Fonte</b>
<i>FF</i>	1,944	3.075	Classificação das firmas quanto à fragilidade financeira: hedge (1); especulativa (2); Ponzi (3).	Elaboração própria
<i>Alav</i>	0,231	3.074	Razão entre dívida total e ativo total.	<i>Economática</i>
<i>Div</i>	0,056	2.950	Razão entre dividendos pagos e receita operacional líquida.	<i>Economática</i>
<i>RFin</i>	0,086	2.885	Razão entre receitas financeiras e receita operacional líquida.	<i>Economática</i>
<i>AFin</i>	0,320	3.067	Razão entre ativo financeiro e ativo total.	<i>Economática</i>
<i>Cx</i>	0,077	3.067	Razão entre caixa e equivalentes e ativo total.	<i>Economática</i>
<i>AplFin</i>	0,048	3.067	Razão entre aplicações financeiras e ativo total.	<i>Economática</i>
<i>Inv</i>	0,048	3.067	Razão entre investimento em coligadas e ativo total.	<i>Economática</i>
<i>Rec</i>	0,137	3.067	Razão entre recebíveis e ativo total.	<i>Economática</i>
<i>PIB</i>	2,538	3.075	Variação do Produto Interno Bruto.	IBGE
<i>Selic</i>	9,736	3.075	Taxa Selic diária anualizada.	Banco Central

Fonte: Elaboração própria

#### 4.1.1 Base de dados

Todos os dados das empresas foram extraídos do balanço patrimonial das firmas e das demonstrações do resultado do exercício, obtidos através da base de dados Económica. Os dados do PIB foram retirados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e a taxa básica de juros das séries históricas disponibilizadas pelo Banco Central do Brasil. A definição das firmas como não-financeiras foi realizada a partir da classificação da B3 excluindo-se aquelas classificadas como financeiras. Por fim, foram excluídas da amostra as firmas que não tinham informações suficientes para o cálculo dos índices de financeirização. Ao final, foram analisados os demonstrativos contábeis de 374 firmas não-financeiras de capital aberto entre 2010 e 2019, totalizando 10 anos de análise.

A partir destes dados formou-se um painel desbalanceado, dado que ao longo do período temos empresas que entraram e que saíram da amostra, não tendo informações disponíveis para todas as firmas em todos os anos analisados. Desta forma, o painel totaliza 3.075 observações. Conforme destaca Orhangazi (2008), é preferível se trabalhar com um painel desbalanceado em detrimento a excluir as firmas que não possuem dados disponíveis para todos os períodos de análise, dado que tal análise compreenderia somente as firmas que sobreviveram no período, tornando a análise viesada.

#### 4.2 METODOLOGIA DE ESTIMAÇÃO

O objetivo do modelo a ser estimado no presente capítulo é avaliar os efeitos das variáveis selecionadas como *proxy* do nível de financeirização das firmas não-financeiras (ativos financeiros, receitas financeiras, alavancagem e distribuição de dividendos) sobre o grau de fragilidade financeira das empresas. O Índice de fragilidade financeira, calculado no Capítulo 2, foi utilizado para mensurar o nível de fragilidade. Entretanto, apesar de tal índice permitir a classificação das firmas nas categorias de fragilidade financeira propostas por Minsky, a partir de seus condicionantes, o valor absoluto do índice não possui significado econômico.

Tendo em vista esta dificuldade, torna-se preferível, ao invés de se utilizar o valor absoluto do índice, trabalhar com uma variável dependente categórica que pode ser *hedge*, especulativa ou Ponzi, para cada firma em cada período, e estimar a regressão a partir de um modelo de dados em painel ordenado. Um modelo ordenado pode ser utilizado quando se tem uma variável dependente categórica em que é possível ordená-la, em uma situação em que o

valor assumido desta variável não indica a sua grandeza, mas somente a sua ordem. No presente modelo classificou-se as firmas nas categorias de fragilidade financeira a partir do IFF e determinou-se o valor da variável dependente como 1, 2 e 3, representando, respectivamente, as categorias *hedge*, especulativa e Ponzi.

Desta forma, a partir de um modelo ordenado, dizemos que quanto maior o valor da variável dependente maior será o nível de fragilidade financeira da firma, entretanto não podemos afirmar que uma firma classificada como 2 (especulativa) possui o dobro de fragilidade financeira que uma firma classificada como 1 (*hedge*), o que condiz com o significado econômico da variável utilizada no presente modelo.

Considere uma variável dependente  $y_i$  que pode assumir  $J$  valores, numerados de 1 até  $J$ . Se estes valores podem ser ordenados de forma lógica, com um valor maior representando um nível maior de  $y_i$ , então é possível se utilizar um modelo de resposta ordenada. Normalmente este modelo é representado a partir de uma variável latente subjacente, mas com uma correspondência diferente da variável latente,  $y_i^*$ , em relação à variável observada ( $y_i = 1, 2, \dots, J$ ).

Considerando que:

$$y_i^* = x_t\beta + \varepsilon_i$$

A partir da estimação de  $y_i^*$  é possível determinar os pontos de corte ( $\alpha$ ) que separam as diferentes categorias de  $y_i$ . No presente modelo, a variável dependente possui três categorias (*hedge*, especulativa e Ponzi). Pode-se, então, estimar o ponto de corte que determina a transição de cada categoria a partir da variável latente, de tal forma que:

$$y_i = 1 \text{ (hedge)} \quad \text{se} \quad y_i^* \leq \alpha_1$$

$$y_i = 2 \text{ (especulativa)} \quad \text{se} \quad \alpha_1 < y_i^* \leq \alpha_2$$

$$y_i = 3 \text{ (Ponzi)} \quad \text{se} \quad y_i^* > \alpha_j$$

Desta forma, para três categorias teremos dois pontos de corte. Supondo que o termo de erro  $\varepsilon$  possui uma distribuição normal padrão, podemos derivar a distribuição condicional de  $y$  dado um valor de  $x$ , calculando a probabilidade de cada categoria:

$$P(y = 0|x) = P(y_i^* \leq \alpha_1|x) = P(x_t\beta + \varepsilon_i \leq \alpha_1|x) = \Phi(\alpha_1 - x_t\beta)$$

$$P(y = 1|x) = P(\alpha_1 < y_i^* \leq \alpha_2|x) = \Phi(\alpha_2 - x_t\beta) - \Phi(\alpha_1 - x_t\beta)$$

$$P(y = 3|x) = P(y_i^* > \alpha_j|x) = P(x_t\beta + \varepsilon_i \leq \alpha_1|x) = 1 - \Phi(\alpha_j - x_t\beta)$$

Onde o parâmetro  $\beta$  e os pontos de corte  $\alpha$  são estimados através do modelo de variável latente  $y_i^*$ , a partir do método de máxima verossimilhança; e  $\Phi$  representa a função de distribuição de probabilidade. Se utilizarmos uma função de distribuição normal padrão, temos um modelo *probit* ordenado; se substituirmos por uma função logística, temos um modelo *logit* ordenado.

Conforme destaca Verbeek (2004), os coeficientes  $\beta$  estimados possuem um significado bastante limitado, sendo que o seu sinal indica a direção do efeito das variáveis independentes em relação à variável dependente, de forma agregada. Entretanto o seu valor não possui significado, dado que é estimado a partir de uma variável latente, que é uma construção abstrata. Além disso, apesar de o sinal representar a direção agregada, não é possível a partir dele determinar a probabilidade de cada categoria da variável dependente de forma isolada. Desta forma, normalmente o interesse é, a partir da estimação dos parâmetros, verificar a mudança na probabilidade de cada categoria a partir de uma mudança nas variáveis explicativas, ou seja, a probabilidade marginal.

Como um modelo de dados em painel, naturalmente pode ser estimado através do método com efeitos fixos ou com efeitos aleatórios. Conforme destacam Wooldridge (2010), não existe na literatura uma forma consensual de se estimar o modelo ordenado de efeitos fixos. Desta forma torna-se preferível a estimação do modelo de efeitos aleatórios, que é uma extensão do modelo de escolha binária.

Para a escolha da função de probabilidade a ser utilizada, foram estimados os modelos tanto com distribuição normal quanto com distribuição logística (*probit* e *logit*). A partir da estimação do modelo é possível calcular para cada observação, no presente caso, para cada firma em cada ano, a probabilidade de estar em cada uma das três categorias de fragilidade financeira. A partir deste cálculo se comparou a fragilidade financeira observada com a categoria de maior probabilidade apresentada pelo modelo, com a finalidade de se testar o poder preditivo de cada um dos modelos. Os resultados desta comparação são apresentados na Tabela 5.

Como podemos observar, ambos os modelos apresentaram um poder preditivo bastante similar, entretanto, em virtude do melhor desempenho, optou-se por utilizar o modelo de distribuição de probabilidade logística. Além disto, apesar de o modelo prever o resultado

corretamente em pouco mais de 50% das observações, quase a totalidade dos erros se deu em categorias adjacentes, sendo que em somente 5% das vezes o modelo *logit* previu que uma empresa calculada como *hedge* (a partir do FFI) seria Ponzi ou a situação contrária. Já no modelo *probit*, este tipo de erro ocorreu em 8% das observações. Isto reforça a confiabilidade do modelo, sendo que a maior parte dos erros se dá em observações que se encontram muito próximas do ponto de corte estimado e com probabilidades semelhantes entre duas categorias.

**Tabela 5** - Comparação do poder preditivo modelos *logit* e *probit*

Modelo	Número de observações	Acertos preditivos	Percentual de acertos
Logit	3.075	1.635	53,15%
Probit	3.075	1.599	51,99%

Fonte: Elaboração própria

#### 4.3 RESULTADOS ECONOMETRICOS

A Tabela 6 apresenta os resultados da estimação dos dois modelos ordenados de efeitos aleatórios. O teste Wald apresentado testa a hipótese nula de que o efeito conjunto das variáveis explicativas do modelo é igual a zero, hipótese que pode ser rejeitada em ambos os modelos. Conforme descrito anteriormente, no Modelo 1 a variável ativo financeiro (*AFin*) é utilizada de forma agregada, enquanto no Modelo 2 ela é desagregada em quatro variáveis (*Cx*, *AplFin*, *Inv*, *Rec*). A análise dos resultados é apresentada nas seções a seguir.

Em ambos os modelos foram introduzidos *PIB* e *Selic* como variáveis de controle. A inclusão se deu porque, apesar de não ser o objeto central do presente trabalho, acreditamos que seriam variáveis significativas na determinação do nível de fragilidade das firmas não-financeiras. Ambas as variáveis se mostraram significativas nos dois modelos, porém com sinais distintos. Os resultados apresentados mostram que a taxa de crescimento do PIB afeta negativamente a fragilidade financeira das firmas, como esperado. Por se tratar de um modelo de probabilidades ordenado podemos dizer que um aumento na taxa de crescimento do PIB diminui a probabilidade de as firmas estarem em uma categoria mais alta de fragilidade financeira, ao mesmo tempo em que aumenta a probabilidade de as firmas estarem em uma categoria mais baixa de fragilidade financeira.

Este resultado pode ser mais facilmente visualizado a partir da análise dos efeitos marginais. Conforme dito anteriormente, em virtude do modelo ordenado ser derivado de um

modelo de variável latente, a magnitude dos coeficientes estimados não possui significado econômico, sendo necessário realizar a predição dos efeitos marginais. Tal análise apresenta a mudança na probabilidade de uma firma estar em cada nível de fragilidade financeira dada uma mudança em alguma variável, com as demais variáveis mantidas constantes e iguais à média da amostra. Os efeitos marginais das variáveis *PIB* e *Selic* estão apresentados na Figura 19. Ambos os efeitos marginais apresentados são relativos à estimação do Modelo 1, entretanto em ambos os modelos o resultado é bastante similar.

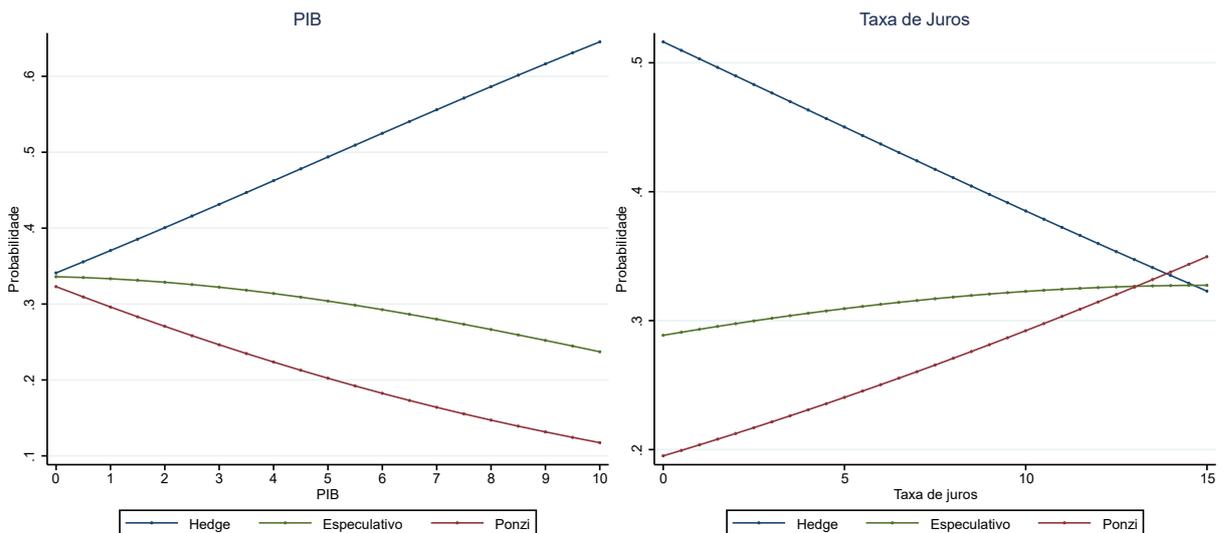
**Tabela 6 - Resultado dos modelos estimados**

<b>Variável</b>	<b>Modelo 1</b>	<b>Modelo 2</b>
<i>Alav</i>	3,401*** (0,432, 0,000)	3,306*** (0,433, 0,000)
<i>Div</i>	-5,925*** (0,901, 0,000)	-5,783*** (0,901, 0,000)
<i>RFin</i>	9,860*** (0,851, 0,000)	10,390*** (0,881, 0,000)
<i>PIB</i>	-0,247*** (0,022, 0,000)	-0,232*** (0,022, 0,000)
<i>Selic</i>	0,095*** (0,017, 0,000)	0,101*** (0,017, 0,000)
<i>AFin</i>	-2,193*** (0,436, 0,000)	-
<i>Cx</i>	-	-4,101*** (0,837, 0,000)
<i>AplFin</i>	-	-3,268*** (0,751, 0,000)
<i>Inv</i>	-	-1,011 (0,697, 0,147)
<i>Rec</i>	-	-1,580** (0,627, 0,012)
Número de observações	3075	3075
Número de Firmas	374	374
Teste Wald ( <i>p-value</i> )	301,70 (0,000)	417,53 (0,000)
Teste LR ( <i>p-value</i> )	731,23 (0,000)	749,48 (0,000)

Fonte: Elaboração própria.

Conforme pode ser observado, com uma taxa de crescimento do PIB de 0% a.a., com as demais variáveis mantidas na média da amostra, a probabilidade de a firma estar nas três categorias de fragilidade financeira são semelhantes, próximas de 30% para cada categoria. À medida que a taxa de crescimento aumenta, a probabilidade de a firma estar em uma posição *hedge* aumenta ao mesmo tempo em que a probabilidade de estar nas categorias especulativo e Ponzi diminuem. Com uma taxa de crescimento de 10% ao ano, a firma teria 64,54% de probabilidade de estar em uma situação *hedge* e somente 11,74% de probabilidade de estar em uma posição financeira Ponzi. Os resultados demonstram que o efeito da variação do PIB sobre o nível de fragilidade financeira se comporta de acordo com o esperado, dado que um aumento nesta variável tende a impactar positivamente o fluxo de receitas esperado das firmas e consequentemente reduzir o nível de fragilidade.

**Figura 19 - Efeito marginal PIB e taxa de juros**



Fonte: elaboração própria

Conforme apresentado anteriormente, a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky (2008) propõe um caráter pró-cíclico da fragilidade financeira. Entretanto, ao propor a HIF, o autor está tratando dos ciclos longos da economia. No nosso trabalho, estamos tratando de um curto período. E, além disso, os índices de fragilidade calculados tratam da fragilidade financeira a partir do endividamento e do fluxo de caixa de curto prazo. Por essas razões, era esperado esse comportamento da fragilidade, uma vez que no curto período a reversão do ciclo econômico tenderia a impactar em maior grau a frustração das expectativas formuladas no passado do que o estado de expectativas em relação ao futuro. Esse comportamento já tinha

sido observado através da análise descritiva apresentada no Capítulo 2 e é reforçada pelos resultados econométricos.

Já em relação à taxa de juros, o efeito é o inverso do observado no PIB. Pelo sinal do coeficiente estimado em ambos os modelos, percebemos que um aumento na taxa de juros aumenta a probabilidade de a firma estar em um nível mais alto de fragilidade financeira. Conforme podemos observar pelo efeito marginal, com o aumento dos juros a probabilidade de a firma estar em uma posição *hedge* decai, enquanto as probabilidades de se engajar nas posições especulativo e Ponzi aumentam. Da mesma forma, tal resultado condiz com o que era esperado, uma vez que um aumento no nível da taxa de juros tende a aumentar o valor dos compromissos financeiros contratuais das firmas, aumentando a sua fragilidade financeira.

Novamente, este comportamento da relação entre taxa de juros e fragilidade financeira já havia sido apresentado a partir dos dados analisados no Capítulo 2, onde foi apontado os efeitos dos juros na estrutura de passivo das firmas. Além disso, esta é uma relação tratada à exaustão nos trabalhos de Minsky que discutem fragilidade financeira, principalmente no que se refere à capacidade da taxa de juros de alterar a classificação das firmas dentro da taxonomia proposta pelo autor e, conseqüentemente, afetar o nível de fragilidade da economia como um todo.

Entretanto cabe uma reflexão de que, em um contexto de financeirização da economia, onde as firmas adotam uma estratégia rentista, tendo os ganhos financeiros uma importância significativa nos seus lucros, um aumento de juros poderia significar um aumento expressivo no fluxo de caixa das empresas e talvez até reduzir o seu nível de fragilidade. Entretanto não parece ser o caso dos resultados obtidos nos modelos econométricos, reforçando a não validade da hipótese do rentismo das firmas não-financeiras para a economia brasileira no período analisado, conforme já havia sido tratado no Capítulo 3.

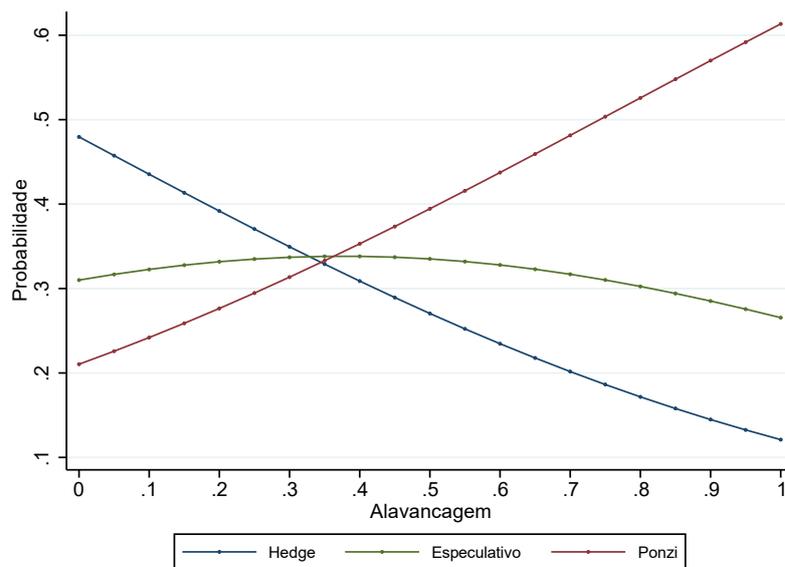
#### **4.3.1 Alavancagem**

Em ambos os modelos, o coeficiente da alavancagem se mostrou significativo ao nível de 1% e apresentou um sinal positivo, indicando, conforme o esperado, que um aumento no nível de alavancagem tende a causar um aumento na fragilidade financeira das firmas. Conforme já tratado anteriormente, a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky propõe que, ao longo da fase de expansão dos ciclos econômicos, os agentes tenderiam a aumentar o seu nível de fragilidade financeira. Este processo estaria intimamente ligado ao aumento do endividamento derivado do financiamento dos investimentos na fase expansionista do ciclo. O

presente trabalho não tem o objetivo de analisar os ciclos econômicos nos termos propostos por Minsky, entretanto, fica claro, a partir do seu aparato teórico, que o endividamento e, conseqüentemente, a alavancagem é uma variável chave para a definição da fragilidade financeira dos agentes econômicos.

Analisando o efeito marginal de um aumento no nível de alavancagem, apresentado na Figura 20, é possível ver que um aumento na relação entre dívida e ativos das firmas não-financeiras gera um aumento consistente na probabilidade de as empresas estarem em uma posição Ponzi e um decréscimo na probabilidade de estarem *hedge*. Pode-se observar também que, partindo de um nível de 0% de alavancagem, à medida que esta cresce, observamos inicialmente um aumento na probabilidade de a firma estar em uma posição especulativa, entretanto, a partir de uma alavancagem de 45% do ativo, esta probabilidade começa a decrescer.

**Figura 20:** Efeito marginal da alavancagem em relação à fragilidade financeira



Fonte: elaboração própria

No Capítulo 1, ao apresentarmos a relação teórica entre alavancagem e fragilidade financeira, chamamos a atenção para a possibilidade de um aumento na alavancagem reduzir o nível de fragilidade das firmas. Isto seria possível pois, a partir do modelo teórico de Minsky, a fragilidade financeira dos agentes econômicos diz respeito à capacidade deste de cumprir a sua restrição de sobrevivência. Em outros termos, trata-se da capacidade do agente de gerar um fluxo de caixa no mínimo suficiente para cumprir com os seus compromissos financeiros contratuais. Desta forma, ao aumentar o seu endividamento, as firmas estariam aumentando os seus compromissos financeiros e, conseqüentemente, aumentando a sua fragilidade. Entretanto,

caso este aumento de dívidas se converta em crescimento em maior proporção no fluxo de caixa esperado da firma, considerando a margem de segurança, o seu nível de fragilidade poderia cair.

Cabe salientar que a incerteza fundamental é um conceito essencial na análise minskyana. Conforme destaca Minsky (2008), os compromissos financeiros contratuais são mais certos que os fluxos de caixa esperados, por natureza incertos. Desta forma, mesmo que uma firma aumente o seu endividamento na mesma proporção em que aumenta o seu fluxo de caixa, a sua fragilidade financeira irá aumentar, dada a necessidade de ter uma maior margem de segurança derivada do aumento da incerteza no seu processo produtivo. Olhando exclusivamente para o caso em análise - as firmas não-financeiras brasileiras entre 2010 e 2019 - é possível ver claramente que, à medida que estas aumentam o seu nível de alavancagem passam a aumentar a suas probabilidades de transitar de uma situação *hedge* para uma situação Ponzi.

Por fim, o objetivo fundamental do presente capítulo é analisar empiricamente a relação entre financeirização e fragilidade financeira. A literatura que relaciona o processo de financeirização das firmas não-financeiras com o aumento de alavancagem destas é bastante ampla, tanto em termos teóricos como empíricos, conforme já apresentado em seções anteriores. Desta forma se, ao se financeirizar, uma firma passe a aumentar o seu nível de endividamento, a partir dos resultados aqui expostos, é possível traçar um possível canal de transmissão entre o processo de financeirização das firmas e o aumento da sua fragilidade. A Hipótese 3 levantada no Capítulo 1, portanto, é corroborada pelos resultados apresentados. Por fim, destacamos que, conforme resultados anteriores apresentados, no período de análise observamos uma elevação na alavancagem das empresas da nossa amostra, possivelmente impactando em um aumento da fragilidade das firmas.

#### **4.3.2 Dividendos**

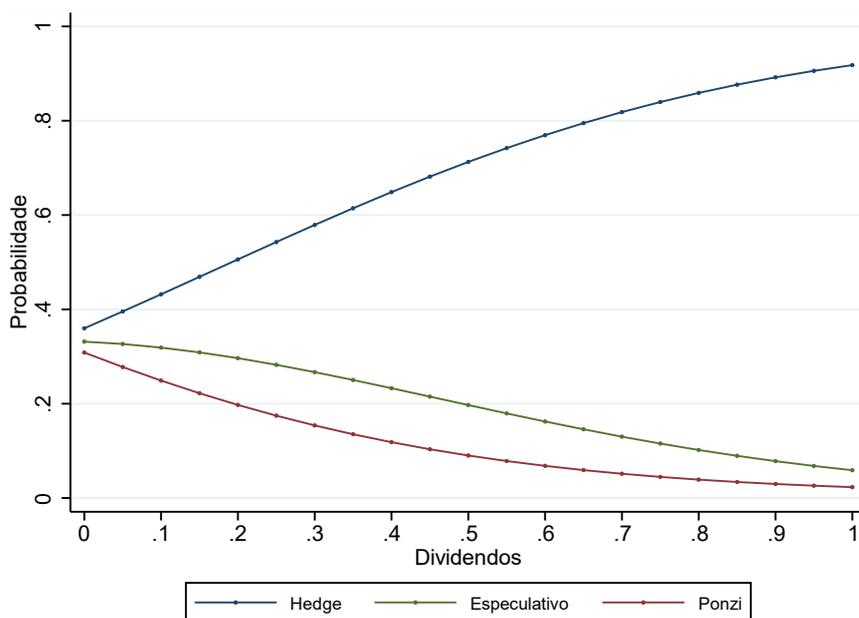
A relação entre dividendos e a receita operacional líquida foi inserida no modelo buscando verificar o efeito do *maximizing shareholder value* na fragilidade financeira das firmas brasileiras. Conforme destaca Lazonick e O'Sullivan (2000), esta ideologia de gestão corporativa se espalhou por todo o mundo a partir da década de 1990, através de uma pressão constante do sistema financeiro sobre as firmas, na busca de maximizar os ganhos dos acionistas em detrimento do desempenho financeiro da firma. De acordo com Davis (2016), os dois principais instrumentos pelos quais este processo se operacionaliza seria o crescimento no

volume de recursos distribuídos na forma de dividendos e o aumento no número e nos valores dos programas de recompra de ações implantados pelas firmas.

Existe um grande volume de trabalhos apontando os efeitos perversos deste processo no desempenho das firmas não-financeiras, principalmente em virtude da drenagem de recursos das empresas, que antes poderiam ser destinados à sua expansão, e acabam sendo destinados aos acionistas. Tendo isto em vista, esperava-se que esta variável tivesse uma relação positiva com a fragilidade financeira das firmas, dado que, ao afetar o desempenho produtivo destas, o seu fluxo de caixa esperado seria impactado negativamente, aumentando o nível de fragilidade. Ao mesmo tempo, também ocorreria um processo de drenagem de recursos que poderiam ser destinados ao pagamento dos compromissos financeiros contratuais das empresas, aumentando a sua fragilidade.

Entretanto, conforme pode ser observado na estimação dos modelos, na relação encontrada entre o pagamento de dividendos e o nível de fragilidade financeira das firmas brasileiras ocorreu o contrário do esperado, dado que um aumento no volume de dividendos pagos por parte das firmas aumentaria a probabilidade de estas estarem em uma categoria de menor fragilidade financeira. Observando o efeito marginal da variável, apresentado na Figura 21, é possível ver que, na realidade, à medida que aumenta a proporção de recursos destinados ao pagamento de dividendos, apenas a probabilidade de a firma estar na categoria *hedge* aumenta, com as probabilidades de a firma estar especulativa ou Ponzi se reduzindo.

**Figura 21** - Efeito marginal da alavancagem em relação à fragilidade financeira



Fonte: Elaboração própria

A Hipótese 5 levantada no Capítulo 1, portanto, não é corroborada por nossas estimativas. Apesar dos resultados diferirem do que se esperava, podemos apontar duas possíveis causas, não excludentes, para que isso ocorra. A primeira seria um possível problema de causalidade entre as variáveis, tendo em vista que, ao mesmo tempo em que é possível se argumentar que o aumento no volume de recursos destinados à distribuição de dividendos reduz o volume de recursos disponível para a operação produtiva da firma, também é razoável se imaginar que são justamente as firmas menos frágeis que possuem uma maior margem de segurança em sua operação. Consequentemente, estas firmas geram fluxos de caixa muito superiores aos seus compromissos financeiros, que gerem um excedente de recursos livres que permite a distribuição de resultados para os acionistas. Caso esta seja a causa, teríamos um enfraquecimento da hipótese da literatura que trata dos efeitos perversos do *maximizing shareholder value*, dado que o aumento de recursos destinados aos acionistas não ocorreria em detrimento do crescimento da firma, mas sim seria uma consequência do bom desempenho produtivo da empresa, que permitiria a geração de recursos excedentes a serem destinados aos acionistas.

A segunda possibilidade de causa deste comportamento da relação entre pagamento de dividendos e fragilidade financeira estaria ligada ao ambiente de mercado em que as empresas se deparam e os riscos envolvidos na sua operação. De maneira geral, no mercado de capitais, as empresas que destinam o maior volume de recursos, proporcionalmente, ao pagamento de dividendos, são aquelas que operam em mercados com maior previsibilidade e menores riscos. Um exemplo são as empresas concessionárias de serviços públicos, em que não somente os seus compromissos financeiros são contratuais, como também em grande medida o seu fluxo de caixa é contratual e quase certo. Além disso, estes setores costumam ter um volume de investimentos a serem realizados predefinidos em contratos, de tal forma que após o término do ciclo de investimentos, ao longo do restante do contrato, o fluxo de caixa gerado pela firma tende a ser direcionado quase que exclusivamente para a remuneração do capital investido, e consequentemente dos acionistas.

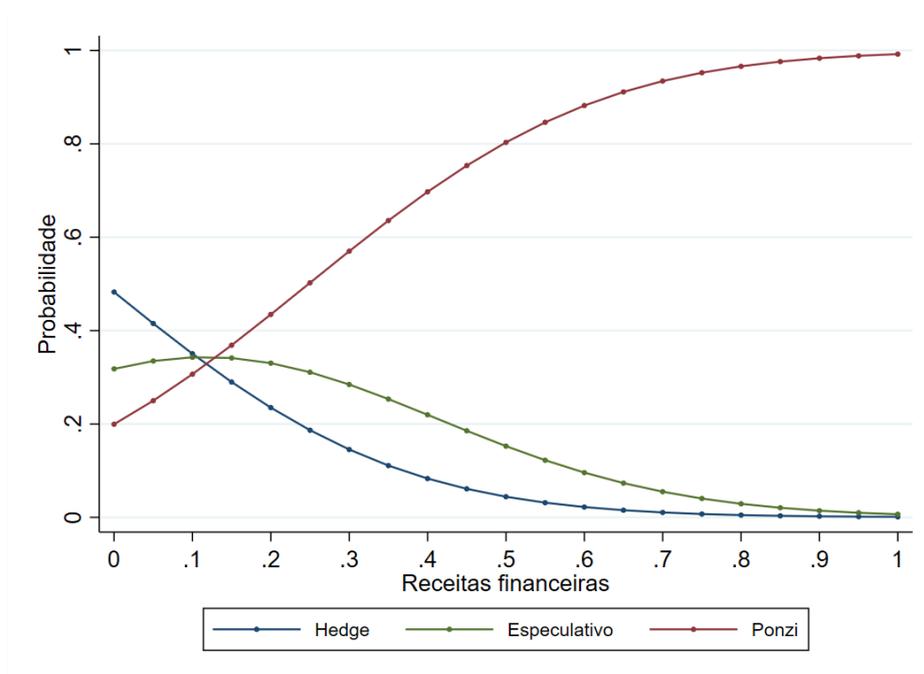
Em resumo, a hipótese que aqui estamos levantando é que é possível que existam outras variáveis mais importantes que o *maximizing shareholder value orientation* na definição do volume de recursos a serem destinado pelas empresas para o pagamento de dividendos, tratando das empresas não-financeiras brasileiras de capital aberto no período de análise. Caso esta hipótese seja válida, a definição da variável dividendos, no caso em análise, teria pouca ou nenhuma relação com o processo de financeirização das firmas não-financeiras.

### 4.3.3 Receitas Financeiras

A caracterização do processo de financeirização de uma firma não-financeira tem sido comumente descrita na literatura a partir do volume de ativos financeiros que estas firmas acumulam em seu balanço patrimonial. Como consequência, espera-se que, ao aumentar a participação de ativos financeiros, o fluxo de caixa destas firmas passe a ser composto por uma parcela crescente de receitas financeiras em detrimento de receitas operacionais. Em uma concepção minskyana de fragilidade financeira, a origem das receitas tem pouca ou nenhuma importância, dado que, independentemente da sua fonte, estas receitas compõem um fluxo de caixa que permite que os agentes cumpram os seus compromissos financeiros contratuais.

Tendo isso em vista, a Figura 22 apresenta o efeito marginal de um aumento da participação de receitas financeiras em relação à receita líquida operacional das firmas sobre o índice de fragilidade financeira, estimados pelo Modelo 1. A partir do coeficiente estimado, apresentado na Tabela 6, é possível ver um efeito positivo da participação das receitas financeiras sobre o nível de fragilidade, indicando que um aumento na participação destas aumenta a probabilidade de que a firma passe para uma categoria de maior fragilidade.

**Figura 22** - Efeito marginal das receitas financeiras em relação à fragilidade financeira.



Fonte: Elaboração própria

A partir da Figura 22 percebe-se que, para a nossa amostra, à medida em que temos um aumento na relação entre receitas financeiras e receitas operacionais, aumenta-se a

probabilidade de que a firma esteja em uma posição Ponzi, ao mesmo tempo em que se reduz a probabilidade de que a firma esteja em uma posição financeira menos frágil *hedge*. Já em relação à posição especulativa, a probabilidade aumenta enquanto a firma acumula entre 0% e pouco mais de 10% das suas receitas derivadas de fontes financeiras.

Desta forma, os resultados indicam que a composição do fluxo de caixa da firma entre receitas financeiras e não-financeiras possui um papel importante no nível de fragilidade financeira das ENF's. Em outras palavras, aceitando-se a hipótese de que o processo de financeirização das firmas não-financeiras gera um aumento na participação de receitas de fontes financeiras nas empresas, olhando isoladamente este fator, poderíamos inferir que teríamos um aumento na fragilidade financeira das firmas.

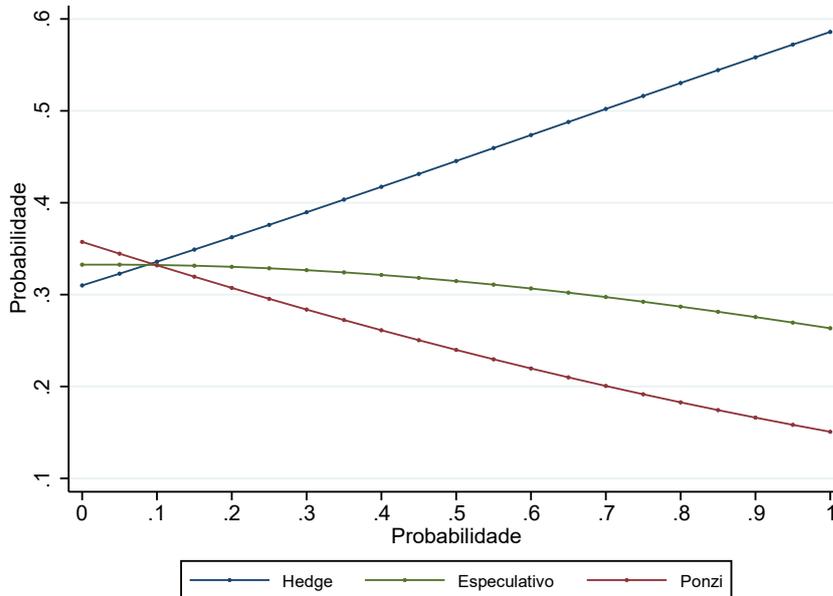
Este resultado corrobora a Hipótese 2 apresentada no Capítulo 1, de que, ao longo do tempo, essa mudança na composição das receitas de uma firma pode influenciar negativamente o seu nível de fragilidade através de dois canais de transmissão distintos. Em primeiro lugar, partindo-se da constatação de que as receitas financeiras são mais voláteis do que receitas operacionais, conforme descrito por Orhangazi (2007), em um ambiente de incerteza fundamental, as empresas que possuem maior dependência de receitas financeiras na composição do seu fluxo de caixa teriam uma maior variância destes e, conseqüentemente, uma maior necessidade de acúmulo de uma margem de segurança para fazer frente a esta volatilidade. Em segundo lugar, ao se expor não somente ao mercado de bens e serviços, como também ao mercado financeiro, estas firmas que antes estariam expostas apenas aos riscos de demanda, estariam agora assumindo novas fontes de riscos, como os riscos de juros e de crédito.

#### **4.3.4 Ativos Financeiros**

Por fim, como última variável independente utilizada na estimação do Modelo 1, temos a composição do portfólio da firma, aqui representada pela relação entre ativos financeiros e o ativo total das firmas. Possivelmente esta é a característica mais marcante do processo de financeirização das firmas não-financeiras descrita pela literatura e a métrica mais utilizada para se verificar a financeirização de ENFs. Conforme já descrito no presente trabalho, a expectativa é que o aumento no volume de ativos financeiros no balanço patrimonial das firmas gere um aumento na liquidez dos seus ativos e, conseqüentemente, um acúmulo de *cash kickers*, permitindo uma maior flexibilidade para honrarem seus compromissos financeiros em um

contexto de incerteza. Tal expectativa foi corroborada pelas estimativas e o efeito marginal está apresentado na Figura 23.

**Figura 23** - Efeito marginal dos ativos financeiros em relação à fragilidade financeira.



Fonte: Elaboração própria

Os resultados apontam que um aumento na participação de ativos financeiros no balanço patrimonial das firmas aumenta a probabilidade de que estas firmas estejam em uma categoria de menor fragilidade financeira. Sendo que, dentro da amostra, uma firma que possui mais de 10% dos seus ativos na forma de ativos financeiros tem maior probabilidade de ser empresa *hedge*. Caso ela tenha menos de 10% de seus ativos financeiros, a maior probabilidade é que esta empresa seja Ponzi, a partir do Índice de Fragilidade Financeira calculado no presente trabalho. Além disso, quanto maior o volume de ativos financeiros acumulado, maior a probabilidade de que a firma esteja na categoria *Hedge*.

Estes resultados reforçam a ideia de Minsky (2008), e em última instância proposta por Keynes (2017), de que em um ambiente onde impera a incerteza fundamental, o aumento da liquidez no portfólio dos agentes econômicos é o que permite a estes fazerem frente às mudanças inesperadas, principalmente relativas a frustrações quanto a expectativas do seu fluxo de caixa. Ou seja, ao acumularem ativos financeiros em seu balanço patrimonial, as firmas estariam, em última instância, aumentando a liquidez de seus ativos tendo a sua disposição um maior volume de *cash kickers*, diminuindo a sua fragilidade financeira, uma vez que aumenta

a sua flexibilidade para honrar seus compromissos financeiros em um contexto de adversidades. A Hipótese 1 levantada no Capítulo 1 é, portanto, corroborada pelas nossas estimativas.

Este resultado é reforçado pelos dados apresentados no Capítulo 3, que indicam que na amostra, ao longo de todo o período analisado, cerca de um quarto dos ativos financeiros acumulados pelas firmas está contabilizado na conta caixa e equivalentes de caixa. Ou seja, uma parcela importante do ativo financeiro das empresas é acumulada na forma de ativos de altíssima liquidez. Isso se torna importante, pois o termo “ativos financeiros” descreve uma infinidade de tipos de ativos, com diferentes graus de liquidez, geração de receitas e volatilidade de preços.

Desta forma, acreditamos que a relação negativa entre ativo financeiro e fragilidade se dá principalmente em virtude de este processo representar um aumento no volume de *cash kickers* por parte das firmas. Ou seja, esta dinâmica é de difícil generalização, uma vez que é difícil imaginar que caso os ativos financeiros acumulados sejam menos líquidos do que os demandados no processo produtivo da firma, isso geraria uma redução da fragilidade, dado que não funcionariam como *cash kickers*. Entretanto, conforme destacam Rabinovich e Artica (2020), ao analisarem a evolução recente do processo de financeirização de diversos países, esta dinâmica tem ocorrido principalmente a partir do acúmulo de ativos financeiros de alta liquidez, principalmente de recursos em caixa.

Acreditamos que os resultados apresentados pelo modelo demonstram, acima de qualquer coisa, a complexidade da relação entre financeirização e fragilidade financeira. Pois, se por um lado o acúmulo de ativos financeiros aparenta reduzir o grau de fragilidade, a dependência por parte da firma de receitas financeiras aumentaria o grau de fragilidade. O efeito final, desta forma, dependeria de em que medida o acúmulo de ativos financeiros compromete o resultado operacional das firmas, dado que para uma firma não financeira é difícil imaginar que um aumento significativo da parcela financeira dos seus ativos em relação ao investimento em ativo fixo não comprometa as suas receitas operacionais aumentando a dependência de receitas de fonte financeira.

Desta forma, destacamos que o modelo estimado no presente trabalho nos permite inferir os efeitos isolados dos canais de transmissão entre financeirização e fragilidade financeira descritos no Capítulo 1. Entretanto, conforme exposto, existe uma complexidade nesta relação, dado que os efeitos isolados das variáveis se sobrepõem, não permitindo fazer maiores considerações em relação ao efeito global de todas as relações.

#### 4.3.5 Modelo 2 e composição do ativo financeiro

Conforme destacado, todos os dados analisados nas seções anteriores em relação ao efeito marginal das variáveis são relativos ao Modelo 1 estimado. O Modelo 2 foi estimado com o objetivo de analisar com maior clareza a variável ativo financeiro, a partir da sua desagregação em quatro categorias: caixa e equivalentes; aplicações financeiras; investimento; e recebíveis. Antes de mais nada, destacamos que os resultados observados entre os modelos para as demais variáveis foi o mesmo, com os coeficientes apresentando os mesmos sinais e com pouquíssima variação, tanto no seu valor quanto na sua significância, conforme observado na Tabela 6. Da mesma forma, os dados relativos aos efeitos marginais são muito próximos. O que é esperado, dado que não há a inclusão nem exclusão de nenhuma variável, mas simplesmente a desagregação.

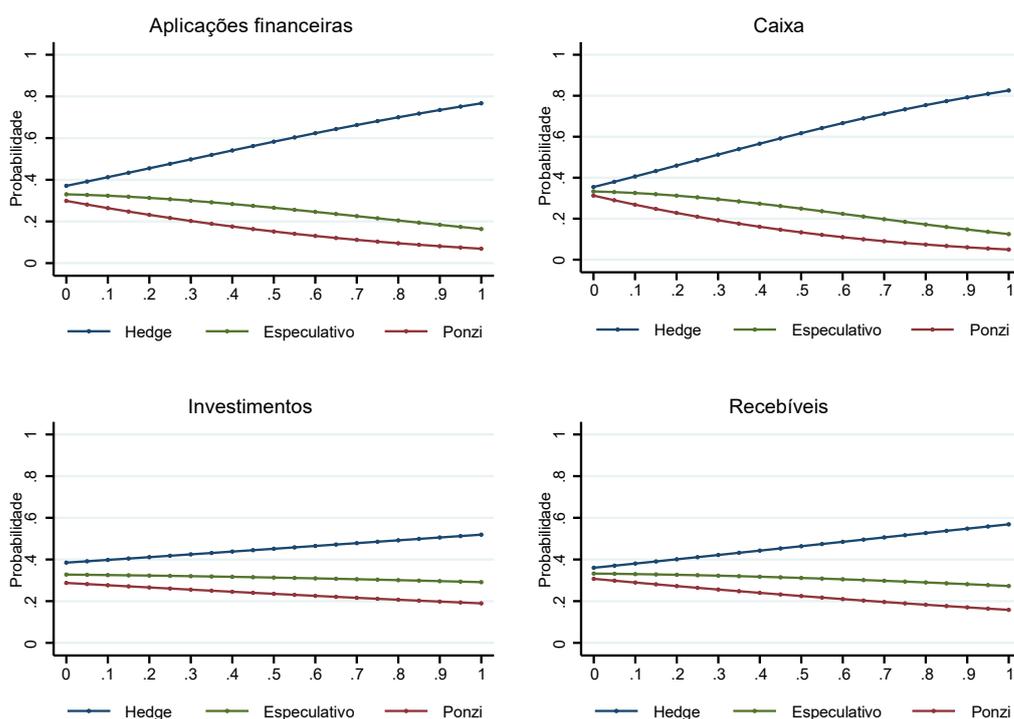
Tendo isso em vista, a presente seção se dedicará à análise dos efeitos marginais dos quatro componentes do ativo financeiro. Os resultados são apresentados na Figura 24. É importante salientar a composição destas contas em termos contábeis para melhor compreensão destas variáveis sobre a fragilidade financeira das firmas. A variável caixa é composta por recursos de liquidez imediata retidos pelas empresas, bem como outros ativos de altíssima liquidez e com baixo risco de variação de valor acumulados com o objetivo de fazer frente às despesas correntes. Já a variável aplicações financeiras agrega títulos de curto e de longo prazo que as empresas acumulam que não tenham como objetivo primordial a composição de caixa, mas sim obter ganhos financeiros. A variável investimentos reflete as participações societárias de caráter permanente que as firmas possuem, composta principalmente por ações de empresas coligadas a elas. Por fim, a variável recebíveis é composta por valores monetários em que a empresa se apresenta como credora, principalmente através da venda a prazo de suas mercadorias.

Como pode ser observado, todos os componentes do ativo financeiro possuem um efeito marginal negativo em relação à fragilidade financeira, sendo que, à medida em que se aumenta a participação destes ativos no balanço patrimonial da firma, aumenta-se a probabilidade de esta se encontrar em uma situação *hedge*, ao mesmo tempo em que se reduz a probabilidade de esta empresa ser caracterizada como especulativa ou Ponzi.

Entretanto, apesar dos efeitos marginais se apresentarem na mesma direção, observa-se que a elasticidade deste efeito é bastante distinta entre os diversos componentes do ativo financeiro. Enquanto o acúmulo de aplicações financeiras e caixa aumentam de maneira significativa a probabilidade de as firmas estarem em uma situação de menor fragilidade

financeira, um aumento dos investimentos e recebíveis possui um efeito mais tímido sobre a fragilidade. Tal fato é possivelmente decorrente dos diferentes graus de liquidez entre os diferentes componentes do ativo financeiro e, conseqüentemente, da sua funcionalidade como *cash kicker* para fazer frente às situações inesperadas em relação ao fluxo de caixa da empresa.

**Figura 24** - Efeito marginal dos componentes do ativo financeiro em relação à fragilidade financeira.



Fonte: Elaboração própria

Como a variável caixa é composta basicamente por numerários detidos pelas firmas ou por outros ativos que possam ser convertidos de maneira imediata e sem grandes riscos, é natural se esperar que seja o tipo de *cash kicker* que mais impacta negativamente a fragilidade. Por outro lado, recebíveis e participações societárias em empresas coligadas, são ativos financeiros de menor liquidez, que envolvem ou perdas significativas na sua antecipação ou mudanças mais amplas na estratégia de gestão patrimonial da firma, impondo maiores dificuldades para a sua conversão em moeda e muitas vezes impossibilitando a utilização de tais recursos para honrar compromissos financeiros contratuais.

Desta forma, a partir dos resultados apresentados pelo Modelo 2, é possível observar que, para o caso em análise, o acúmulo de ativos financeiros impacta negativamente o grau de fragilidade das firmas, à medida em que aumenta a disponibilidade de recursos disponíveis de

alta liquidez para o pagamento de seus compromissos financeiros em um cenário de incerteza em relação ao seu fluxo de caixa. Entretanto, a magnitude deste efeito está sujeita a uma melhor qualificação quanto à composição dos ativos financeiros no balanço patrimonial da firma.

Acreditamos que este efeito seria ainda mais visível caso fosse possível realizar uma análise mais desagregada em termos dos tipos de ativos financeiros e de seus prazos de vencimento. Isso ocorre pois, apesar da desagregação aqui realizada, a conta aplicações financeiras, por exemplo, envolve uma infinidade de tipos de títulos financeiros com as mais diversas exposições a riscos e com graus de liquidez bastante distintos. Entretanto, dado o seu forte efeito marginal sobre a fragilidade financeira (bastante similar ao efeito da variável caixa), acredita-se que as firmas aqui analisadas acumulam aplicações financeiras de baixo grau de risco e alta liquidez. De qualquer forma, julga-se importante tais resultados, pois evidenciam que o tipo de ativo financeiro detido pela firma irá influenciar o seu nível de fragilidade, principalmente no que diz respeito ao seu grau de liquidez.

#### 4.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente capítulo analisou empiricamente, através de um modelo de dados em painel ordenado, a relação entre variáveis selecionadas como representativas do nível de financeirização de firmas não-financeiras (ativos financeiros, receitas financeiras, distribuição de dividendos e grau de alavancagem) e o nível de fragilidade a partir da tipologia minskyana da firma. Os dados são referentes às empresas não financeiras de capital aberto no Brasil entre os anos de 2010 e 2019, totalizando 374 firmas e mais de 3 mil observações. Além disso, foram inseridas como variáveis de controle no modelo a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto brasileiro e a taxa básica de juros anualizada. Por fim, estimou-se um segundo modelo desagregando os ativos financeiros das firmas em quatro categorias: caixa e equivalentes; aplicações financeiras; investimentos; e recebíveis.

A relação entre as variáveis de controle e o nível de fragilidade financeira ocorreu da forma prevista, sendo que os resultados obtidos indicam que um aumento na taxa de crescimento do PIB tende a gerar uma redução na fragilidade financeira das firmas, sendo que representa uma expansão da demanda agregada, gerando um aumento no fluxo de caixa esperado das firmas e, conseqüentemente, uma posição mais confortável para honrar os seus compromissos financeiros contratuais. Por outro lado, a taxa básica de juros apresentou uma relação positiva com o nível de fragilidade, uma vez que o seu aumento acaba por gerar um

aumento na probabilidade das empresas se encontrarem em uma posição de maior fragilidade financeira.

A taxa de juros possui um duplo papel sobre a fragilidade financeira das firmas. Primeiramente, o seu aumento tende a gerar uma contração na demanda agregada, resultando em um menor fluxo de caixa para as empresas. Por outro lado, o aumento da taxa de juros representa um aumento no custo de refinanciamento das dívidas para as firmas, aumentando o valor dos seus compromissos financeiros. Ambos os movimentos apontam para um maior nível de fragilidade financeira, sendo por este motivo já esperado tal resultado.

A variável alavancagem também apresentou uma relação positiva em relação à fragilidade financeira das firmas, de tal forma que firmas mais alavancadas apresentam uma maior probabilidade de se encontrarem em uma situação Ponzi, ou seja, terem o seu fluxo de caixa insuficiente para o pagamento tanto do principal quanto dos juros dos seus compromissos financeiros contratuais. Tal resultado está em conformidade com o que se esperava (Hipótese 3), tendo em vista que a definição de fragilidade financeira está intimamente ligada à relação entre fluxo de caixa esperado e compromissos financeiros, sendo que uma firma mais alavancada, com uma maior relação dívidas-ativos, também tenderá a apresentar uma maior relação entre compromissos financeiros e fluxo de caixa.

A variável dividendos foi a única do modelo que não apresentou uma relação em conformidade com o que era esperado (Hipótese 5), uma vez que os resultados obtidos apontam que empresas que destinam uma maior proporção de suas receitas para o pagamento de dividendos apresentam uma probabilidade maior de estarem em uma situação *hedge*. Tal resultado contrapõe a ideia apresentada pela literatura de financeirização que aponta que o aumento no volume de dividendos pagos pelas firmas acaba por drenar recursos que poderiam ser destinados para outras finalidades (STOCKHAMMER, 2004; DAVIS, 2016).

Acreditamos que tal resultado indique que o volume de dividendos pagos é mais uma consequência de um bom resultado operacional das firmas do que de uma estratégia financeirizada de operação. Desta forma, um valor elevado de dividendos pagos por uma firma indicaria muito mais um elevado fluxo de caixa, e conseqüentemente uma menor fragilidade, do que a adoção de estratégias de *shareholder value* que acabariam por drenar recursos importantes para o pagamento dos compromissos financeiros contratuais.

Em relação às receitas financeiras, os resultados apresentados indicam que a composição das receitas das firmas influencia no seu nível de fragilidade financeira, sendo que uma maior participação de receitas financeiras aumenta a probabilidade de as empresas estarem em uma situação de maior fragilidade (Hipótese 2). Este resultado pode se dever,

primordialmente, a dois fatores. Em primeiro lugar, uma elevada participação de receitas financeiras pode indicar um nível muito baixo de receitas operacionais por parte da empresa e, conseqüentemente, um baixo nível de receitas totais, dificultando que esta honre os seus compromissos financeiros contratuais. Em segundo lugar, uma maior dependência de receitas financeiras indica uma maior exposição da firma à incerteza, que agora não seria dependente somente da demanda da firma, mas também das oscilações dos mercados financeiros, cambial ou das taxas de juros.

Por fim, a última variável analisada refere-se aos ativos financeiros, que apresentou uma relação negativa com a fragilidade financeira. Ou seja, quanto maior a proporção dos ativos financeiros nos ativos da firma, maior será a probabilidade de esta estar em uma situação de menor fragilidade (Hipótese 1). Provavelmente tal fato decorre de que grande parte destes ativos acumulados estejam na forma de caixa ou ativos de alta liquidez, funcionando como *cash kickers*, nos termos descrito por Minsky, podendo ser utilizados para fazer frente aos compromissos financeiros contratuais em uma situação de frustração de fluxo de caixa.

Tal indício é reforçado pelos resultados do Modelo 2, que indica que, ao se desagregar a variável ativos financeiros, o acúmulo de ativos de maior liquidez, como caixa e aplicações financeiras, gera um impacto maior na probabilidade de a firma estar em uma situação *hedge* do que ativos financeiros de menor liquidez, como investimentos e recebíveis, apesar de todos apresentarem um impacto negativo na fragilidade. Tal resultado indica que, apesar de uma estratégia de acúmulo de ativos financeiros poder implicar maiores riscos para as firmas, este processo aumenta a liquidez dos ativos possibilitando uma maior flexibilidade da firma para honrar as suas dívidas.

Conforme já destacado no âmbito teórico no Capítulo 1, a relação entre financeirização e fragilidade financeira é complexa, uma vez que envolve uma série de mudanças nas firmas que muitas vezes apresentam direções contrárias em relação ao seu efeito sobre a fragilidade. Os resultados do presente capítulo reforçam tal ideia, uma vez que, ao se financeirizarem, as empresas apresentariam efeitos contraditórios sobre a sua fragilidade financeira.

O método empregado nos permite visualizar o efeito isolado das diversas mudanças que ocorrem no interior da firma não-financeira ao se financeirizar, entretanto não nos permite visualizar o efeito total, como somatório dos efeitos individuais, tornando importante novos trabalhos que possam apresentar com maior clareza o efeito da financeirização das firmas, como um todo, sobre a fragilidade. Entretanto, a partir dos resultados aqui apresentados, é razoável de se esperar que tal efeito irá depender fortemente das mudanças que irão ocorrer dentro da

firma, da magnitude de cada uma dessas mudanças e da composição dos ativos financeiros acumulados quanto à liquidez e incerteza.

## CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo geral analisar a relação entre a financeirização e a fragilidade financeira das firmas não-financeiras. Mais especificamente, o trabalho teve como objetivos: (a) discutir teoricamente os canais de transmissão entre o processo de financeirização das firmas não-financeiras e sua fragilidade financeira; (b) analisar a evolução da fragilidade das firmas não-financeiras de capital aberto no Brasil entre os anos de 2007 e 2019; (c) analisar o processo de financeirização das firmas não-financeiras do Brasil no período 2010-2019; e (d) avaliar empiricamente a relação entre fragilidade e financeirização das firmas não-financeiras brasileiras no período 2010-2019.

No Capítulo 1, após uma descrição teórica a respeito da financeirização e da fragilidade financeira, foram apresentadas cinco hipóteses sobre possíveis “canais de transmissão” teóricos entre as duas variáveis. A primeira hipótese pressupõe que a financeirização das firmas implicaria um aumento na proporção de ativos financeiros na estrutura patrimonial das empresas e que este processo tenderia a reduzir a fragilidade de suas posições financeiras, dada a maior liquidez dos seus ativos. Conforme apresenta Minsky (2008), para que uma unidade econômica seja considerada com um baixo nível de fragilidade, é necessário que não somente gere um fluxo de caixa suficiente para o pagamento dos seus compromissos financeiros contratuais, mas que tenha recursos monetários, ou facilmente conversíveis em moeda, para fazer frente às eventuais frustrações de fluxo de caixa em um contexto de incerteza. Desta forma, o maior acúmulo de ativos financeiros implicaria em um aumento desses denominados *cash kickers*, proporcionando maior flexibilidade para a firma em momentos de dificuldade de honrar os seus compromissos financeiros.

A segunda hipótese apresentada foi a de que, ao aumentarem a proporção de suas receitas derivadas de fontes financeiras, as firmas acabariam por aumentar a incerteza quanto ao seu fluxo de caixa e conseqüentemente aumentar seu grau de fragilidade financeira. Minsky (2008) sublinha que a volatilidade do fluxo de caixa das empresas é tão importante quanto a magnitude dele para a determinação da sua fragilidade. Isto ocorre pois quanto mais volátil for o fluxo de caixa, maiores serão as chances desta unidade econômica se ver em dificuldades para o pagamento de suas dívidas em determinado período. Conforme apontado por Orhangazi (2007), as receitas financeiras são inerentemente mais voláteis do que as receitas operacionais, o que implicaria que um aumento na proporção delas geraria uma maior instabilidade das empresas.

A terceira hipótese apresentada foi que o aumento da alavancagem das firmas, derivado de um processo de financeirização, implicaria em um aumento dos compromissos financeiros contratuais. Esta hipótese está na essência da Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky, uma vez que o acúmulo de dívidas, mesmo que acompanhado de um aumento do fluxo de caixa, tenderia a gerar um aumento da fragilidade, já que as dívidas possuem um caráter quase certo, dada a sua contratualidade, enquanto o fluxo de caixa é incerto por natureza, pois depende de uma demanda definida *ex-post*.

A quarta e a quinta hipótese postulam que, ao se financeirizarem, as firmas passariam a consumir uma maior proporção dos seus lucros realizando, respectivamente, operações de *leveraged buyout* e recompra de ações e distribuindo-os sob a forma de dividendos. Em ambos os casos, as práticas mencionadas implicariam uma redução dos seus recursos livres e, conseqüentemente, da sua margem de segurança, causando um aumento da sua fragilidade financeira. Conforme foi explicitado, a literatura de financeirização trata exaustivamente do efeito de *crowding-out* derivado do aumento na distribuição de resultados, que reduziria os recursos disponíveis para investimentos. Desta forma, essas hipóteses seriam uma extensão deste efeito, uma vez que o comprometimento dos lucros drenaria recursos disponíveis das firmas que poderiam ser utilizados para o pagamento das suas dívidas, ou como margem de segurança.

Formuladas as nossas hipóteses, os Capítulos 2 e 3 foram dedicados, respectivamente, a apresentar um panorama da fragilidade financeira e da financeirização das firmas não-financeiras de capital aberto no Brasil no período recente. Os indicadores foram construídos com base na literatura e em outras análises empíricas sobre a economia brasileira, mas constituem em si uma contribuição original deste trabalho à literatura sobre os dois temas aplicada às firmas não-financeiras brasileiras.

Tratando da fragilidade financeira das empresas entre os anos de 2007 e 2019, observou-se uma grande variância na posição financeira das firmas, que aparenta estar relacionada com o ciclo da economia brasileira: nos anos de crescimento da economia brasileira é possível ver um aumento na proporção de firmas do tipo *hedge*, enquanto, nos momentos de reversão do ciclo, percebe-se um aumento no número de arranjos do tipo Ponzi. Esses resultados apontam que, no curto prazo, a reversão do ciclo econômico possui um efeito mais forte em termos de frustração de fluxo de caixa das firmas, do que sobre o estado de expectativas futuras destas, apesar de este ser o fator mais destacado por Minsky (2008) na sua análise de longo prazo dos ciclos econômicos.

A fragilidade das firmas brasileiras também apresentou uma grande sensibilidade ao ciclo de taxa de juros, podendo-se observar uma relação direta entre as duas variáveis. Estes resultados foram mais perceptíveis ao se analisar setorialmente a fragilidade financeira. Observou-se que setores que possuem uma maior intensidade de capital, além de apresentarem um nível elevado de fragilidade, seguiram a dinâmica dos juros da economia, sendo as firmas muito impactadas pelos momentos de aumento de taxa de juros, tendo uma melhora na fragilidade financeira setorial nos momentos de queda de juros. Este processo reforça as proposições de Minsky (2008), que apresenta a taxa de juros como variável central na determinação da fragilidade, uma vez que a sua mudança tem a capacidade de gerar efeitos imediatos na estrutura de passivo das firmas.

A análise da fragilidade financeira na economia brasileira não nos permitiu identificar uma trajetória bem definida desta no período de análise. Acredita-se que a grande oscilação tanto em termos de crescimento como da taxa de juros da economia refletiu-se na volatilidade da fragilidade financeira das firmas. Além disso, a análise setorial permitiu apresentar que setores mais dependentes da demanda da economia parecem mostrar uma maior dependência do ciclo de crescimento da economia. Por outro lado, setores com uma estrutura de ativos fixos mais considerável apresentam uma maior dependência do ciclo de juros da economia, possivelmente derivada de uma maior dependência de endividamento para o financiamento dos seus projetos de investimento.

No Capítulo 3, foi analisado o processo de financeirização das firmas não-financeiras de capital aberto no Brasil entre os anos de 2010 e 2019. Esta análise foi realizada a partir de três perspectivas: estrutura de ativos e de receitas das firmas; alavancagem; e distribuição de dividendos. A partir da análise dos ativos das firmas, observou-se que, apesar de uma proporção significativa destes serem alocados como ativos financeiros, a maior parte destes ativos são acumulados na forma de caixa e equivalentes ou recebíveis por parte das empresas. Na média, somente cerca de 5% dos ativos das empresas é registrado como aplicações financeiras, títulos que possuem um caráter mais especulativo. Além disso, no período é possível observar de forma consistente uma queda na relação entre ativos financeiros e ativos imobilizados das firmas.

No mesmo sentido, ao se analisar a evolução do fluxo de caixa das ENFs, observou-se que, em todos os anos de análise, na média, estas apresentaram prejuízos financeiros, ou seja, apresentaram um volume de despesas financeiras superior às suas receitas financeiras. Além disso, apesar de ser possível observar um pequeno aumento na proporção de receitas financeiras no fluxo de caixa das firmas no período, estas representavam em 2019 apenas 8% das receitas totais da firma. Desta forma, acredita-se que é difícil supor um caráter rentista por parte das

firmas não-financeiras brasileiras, uma vez que somente uma pequena parcela dos seus ativos é acumulada na forma de aplicações financeiras, ao mesmo tempo em que se observa uma queda na relação entre ativos financeiros e ativos de capital, em um contexto em que apenas uma pequena parte das suas receitas são derivadas de fontes financeiras.

Com base nos indicadores construídos nos Capítulos 2 e 3, o Capítulo 4 dedicou-se a estimar um modelo *logit* ordenado em painel com o propósito de analisar a relação entre a financeirização e a fragilidade financeira das ENFs de capital aberto no Brasil entre 2010 e 2019. Em primeiro lugar, confirmou-se os resultados apresentados no Capítulo 2, dado que, no período de análise, a fragilidade financeira apresentou uma relação negativa com a taxa de crescimento econômico e positiva com a taxa básica de juros da economia. Ou seja, um aumento na taxa de crescimento econômico diminuiu a probabilidade de as firmas estarem em uma posição de maior fragilidade, enquanto um aumento nas taxas de juros aumentou a probabilidade destas se encontrarem em uma situação especulativa ou Ponzi.

O objetivo desta estimação foi testar empiricamente as hipóteses apresentadas no Capítulo 1 sobre a relação entre a financeirização e a fragilidade financeira das firmas. A primeira hipótese, de que o aumento na proporção de ativos financeiros da firma reduz a sua fragilidade, dado o aumento dos seus *cash kickers*, foi corroborada pelos resultados do modelo, que indicaram que, ao aumentar a proporção de ativos financeiros, reduz-se a probabilidade da firma se encontrar em uma situação especulativa ou Ponzi, enquanto se aumenta a chance de esta ser *hedge*. Esse resultado foi observado mesmo com a desagregação dos ativos financeiros, ou seja, independentemente do tipo de ativo acumulado temos uma redução da fragilidade. Entretanto os diferentes ativos possuem um efeito marginal distinto, sendo que ativos mais líquidos, como caixa e aplicações financeiras, possuem um maior efeito na redução da fragilidade.

A segunda hipótese, de que o aumento na proporção de receitas financeiras no fluxo de caixa das firmas geraria um aumento da fragilidade financeira, em virtude do aumento da volatilidade das suas receitas, também foi validada pelas estimativas. Os resultados apresentados apontam que uma maior dependência de receitas originadas de fontes financeiras aumenta significativamente a probabilidade da firma se encontrar em uma situação mais frágil. De acordo com os resultados, uma empresa que possui mais de 15% de suas receitas como financeiras tem maior probabilidade de estar em uma posição Ponzi e menor probabilidade de ser *hedge*.

Desta forma, se as firmas passam a adotar uma estratégia rentista em um contexto de financeirização, esta mudança de comportamento implica em sinais contraditórios para a sua

fragilidade financeira. Se por um lado, o aumento de ativos financeiros aumenta a margem de segurança das firmas através do aumento dos seus *cash kickers*, a maior dependência de seu fluxo de caixa de receitas financeiras, derivada desse processo, implica um maior nível de fragilidade.

A terceira hipótese levantada foi de que um aumento do endividamento das firmas tenderia a aumentar o seu nível de fragilidade financeira, dado um aumento no valor dos seus compromissos financeiros contratuais. Os resultados corroboraram essa hipótese, dado que os efeitos marginais da variável indicam que o aumento da alavancagem gera um aumento das chances dessas empresas estarem em uma posição mais frágil. Esta é provavelmente a relação mais trivial entre as variáveis, uma vez que a relação entre alavancagem e fragilidade financeira é exaustivamente tratada por Minsky (2008).

A quarta hipótese não foi testada devido à indisponibilidade de informações que nos permitissem construir uma série histórica consistente e organizada. Por fim, a quinta hipótese a ser testada foi a de que as empresas que distribuem uma maior parcela dos seus lucros na forma de dividendos tenderiam a aumentar a sua fragilidade, dado que essa política drenaria recursos livres das empresas que poderiam ser utilizados para o pagamento dos seus compromissos financeiros contratuais (*crowding-out*). Esta foi a única hipótese não validada pelos resultados do modelo, uma vez que um aumento na proporção de dividendos pagos aparenta estar associado a um menor nível de fragilidade financeira. Acreditamos que isso decorra de uma inversão de causalidade em relação ao que prega a literatura que trata do *maximizing shareholder value*, ao menos em relação a nossa amostra. Isso decorreria do fato de serem justamente as empresas que possuem um fluxo de caixa robusto, *hedge*, que distribuem uma maior parcela de lucros.

A partir da discussão teórica e dos resultados apresentados ao longo dos quatro capítulos do presente trabalho, esperamos que tenha sido possível compreender que a financeirização e a fragilidade das firmas não-financeiras são conceitos que estão interconectados, apesar de não apresentarem uma relação trivial, dada a complexidade de ambos os fenômenos. Embora a literatura explore individualmente esses fenômenos, a relação entre ambos foi explorada de forma muito superficial, de tal forma que esperamos que este trabalho possa se caracterizar como uma primeira tentativa de compreender essa interação de forma mais detalhada, tanto no âmbito teórico como em um primeiro exercício empírico para verificar essa relação. O trabalho tem como inovação contribuir nessas duas frentes.

Os resultados apresentados exibem toda a complexidade desta relação, impedindo apontar um resultado unidirecional. Entretanto, acreditamos que a partir deste estudo torna-se

possível melhor compreendê-la. Destaca-se que possivelmente essa complexidade não derive somente da multiplicidade de efeitos envolvidos, mas também das características das economias em que essas firmas estão inseridas, do setor de atividade que estas empresas atuam, do tamanho das empresas, entre outros fatores. Desta forma, julga-se que uma melhor compreensão desta relação depende da produção de estudos futuros que nos permitam melhor visualizar os caminhos pelos quais o processo de financeirização das economias influencia a sua fragilidade financeira a fim de se buscar um ambiente econômico mais estável.

## REFERÊNCIAS

- ANDRIETTA, Lucas; MONTE-CARDOSO, Artur. Análise de demonstrações financeiras de empresas do setor de saúde brasileiro (2009-2015): concentração, centralização de capital e expressões da financeirização. **Cadernos de Saúde Pública**, v. 38, 2022.
- AGLIETTA, Michel. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. **Economy and society**, v. 29, n. 1, p. 146-159, 2000.
- DE ALMEIDA, Julio Sergio; NOVAIS, Luis Fernando; ROCHA, Marco Antonio. A fragilização financeira das empresas não financeiras no Brasil pós-crise. **Texto para discussão IE-UNICAMP**, n. 281. 2016.
- AUVRAY, Tristan; DURAND, Cédric; RABINOVICH, Joel; RIKAP, Cecilia. Corporate Financialization's Conservation and Transformation: From Mark I to Mark II. *Review of Evolutionary Political Economy*, v.2 p. 431-457. 2021.
- BAKER, George.; JENSEN, Michael; MURPHY, Kevin. Compensation and incentives: Practice vs. theory. **The journal of Finance**, v. 43, n. 3, p. 593-616, 1988.
- BANERJEE, Ryan; HOFMANN, Boris. The rise of zombie firms: causes and consequences. **BIS Quarterly Review September**, 2018.
- BATTISTON, Stefano; GUERINI, Mattia; NAPOLETANO, Mauro. Financialization in the EU and its consequences. **European Policy Brief**, n. 2, p. 1-13, 2018.
- BECKER, Joachim; JÄGUER, Johannes; WEISSENBACHER, Rudy; LEUBOLT, Bernhard. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective. **Competition & change**, v. 14, n. 3-4, p. 225-247, 2010.
- BONIZZI, Bruno. Financialization in developing and emerging countries: a survey. **International journal of political economy**, v. 42, n. 4, p. 83-107, 2013.
- BOYD, John.; PRESCOTT, Edward. Financial intermediary-coalitions. **Journal of Economic theory**, v. 38, n. 2, p. 211-232, 1986.
- 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.
- BOYER, Robert. From shareholder value to CEO power: The paradox of the 1990s. **Competition & Change**, v. 9, n. 1, p. 7-47, 2005.
- SOUZA, Braga. **Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo**. Tese de Doutorado. Tese, Unicamp, São Paulo. 1985.
- BRAINARD, William C.; TOBIN, James. Pitfalls in financial model building. **The American Economic Review**, v. 58, n. 2, p. 99-122, 1968.
- BRONARS, Stephen G.; DEERE, Donald R. The threat of unionization, the use of debt, and the preservation of shareholder wealth. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 106, n. 1, p. 231-254, 1991.

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

BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, v. 26, p. 1025-1062, 2017.

BRUNO, Miguel; GENTIL, Denise. Financialized growth regime and capital accumulation in Brazil. **Revue de la regulation capitalism, institutions, pouvoirs**, v. 33, p. 1-35, 2022.

CABALERO, Ricardo; HOSHI, Takeo; KASHYAP, Anil. Zombie lending and depressed restructuring in Japan, **American Economic Review**, vol 98, no 5, pp 1943–77, 2008.

CALDENTEY, Esteban Pérez; NEGRONT, Nicole; LOBOS, Luis. Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 42, n. 3, p. 335-362, 2019.

CIPOLLA, Francisco Paulo; GIUSSANI, Paolo. Crítica das teorias da financeirização das empresas não-financeiras. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 42, p. 128-149, 2022.

CLAPP, Jennifer; ISAKSON, S. Ryan. Risky returns: The implications of financialization in the food system. **Development and Change**, v. 49, n. 2, p. 437-460, 2018.

CORRÊA, Mariana; LEMOS, Pedro.; FEIJÓ, 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; SOUZA, Joao Paulo; HERNANDEZ, Gonzalo. An empirical analysis of Minsky regimes in the US economy. **Cambridge journal of economics**, v. 43, n. 3, p. 541-583, 2019.

DAVIS, Leila. 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. Financialization and investment: A survey of the empirical literature. **Journal of Economic Surveys**, v. 31, n. 5, p. 1332-1358, 2018.

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, 2009.

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.

DURAND, Cédric; GUEUDER, Maxime. The profit–investment nexus in an era of financialisation, globalisation and monopolisation: A profit-centred perspective. **Review of political economy**, v. 30, n. 2, p. 126-153, 2018.

EPSTEIN, Gerald. **Financialization and the world economy**. Edward Elgar Publishing, 2005.

EPSTEIN, Gerald; 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.

FARHI, Maryse; BORGHI, Roberto Alexandre. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos avançados**, v. 23, p. 169-188, 2009.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: II. **The journal of finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991.

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

FROUD, Julie; HASLAM, Colin; JOHAL, Sukhdev; WILLIAMS, Karel. Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. **Economy and society**, v. 29, n. 1, p. 80-110, 2000.

FROUD, Julie; JOHAL, SUKHDEV; LEAVER, Adam; WILLIAMS, Karel. **Financialization and strategy: Narrative and numbers**. Routledge, 2006.

GOODNIGHT, Thomas; GREEN, Sandy. Rhetoric, risk, and markets: The dot-com bubble. **Quarterly journal of speech**, v. 96, n. 2, p. 115-140, 2010.

HEIN, Eckhard. Financialization and stagnation—a macroeconomic regime perspective. *In: Handbook of Economic Stagnation*. Academic Press, 2022. p. 79-101.

HÖFIG, Bruno. O capital acionário e sua necessidade: elementos para a compreensão do processo de financeirização da firma. **Economia e Sociedade**, v. 26, p. 929-958, 2017.

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

JESSOP, Bob. Post-Fordism and Flexible Specialisation: Incommensurable, contradictory, complementary, or just plain different perspectives? *In: H. Ernste H. & Meier V.(eds) Regional Development and Contemporary Industrial Response: Extending Flexible Specialisation*, Belhaven, 1992.

JIA, Lianrui; WINSECK, Dwayne. The political economy of Chinese internet companies: Financialization, concentration, and capitalization. **International Communication Gazette**,

v. 80, n. 1, p. 30-59, 2018.

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Saraiva Educação SA, 2017.

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

KNAFO, Samuel; DUTTA, Sahil Jai. The myth of the shareholder revolution and the financialization of the firm. **Review of international political economy**, v. 27, n. 3, p. 476-499, 2020.

LEVINE, Ross. Finance and growth: theory and evidence. **Handbook of economic growth**, v. 1, p. 865-934, 2005.

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

LAVINAS, Lena; ARAÚJO, Eliane; BRUNO, Miguel. Brasil: Vanguarda da financeirização entre os emergentes. **Texto para discussão IE-UFRJ**, n. 32, 2017.

LAVINAS, Lena ; ARAUJO, Eliane ; GENTIL, Denise . Brazil: Stock Markets and Corporate Credit Now Driving Financialization?. **Theoretical economics letter**, v. 12, p. 1074-1094, 2022

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.

MANTOAN, Eduardo; CENTENO, Vinícius, FEIJÓ, Carmem. Why has the Brazilian economy stagnated in the 2010s? A Minskyan analysis of the behavior of non-financial companies in a financialized economy. **Review of Evolutionary Political Economy**, p. 1-22, 2021.

MARTINS, Norberto; DRACH, Daniel. Minsky, Veblen ea endogeneidade das crises no capitalismo. **Brazilian Keynesian Review**, v. 6, n. 2, p. 267-289, 2020.

MARTINS, Norberto; OCKÉ-REIS, Carlos; BRACH, Daniel. Financeirização dos planos de saúde: o caso das operadoras líderes no Brasil (2007-2019). **IE-UFRJ Discussion Papers**, v. 1, 2021.

MECKLING, William. Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences. **Swiss Journal of Economics and Statistics**, v. 112, n. IV, p. 545-560, 1976.

MEYER, Tiago; PAULA, Luiz Fernando de. Determinantes do investimento em capital fixo no Brasil em 2007-2017 a partir de uma perspectiva pós-keynesiana: uma análise empírica.

**Revista de Economia Contemporânea**, v. 27, p. e232703, 2023.

MINSKY, Hyman. The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to “standard” theory. **Challenge**, v. 20, n. 1, p. 20-27, 1977.

MINSKY, Hyman. The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy. **Hyman P Minsky Archive**, n. 282, 1982.

MINSKY, Hyman. The financial instability hypothesis. **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper**, n. 74, 1992.

MINSKY, Hyman. **Induced investment and business cycles**. Books, Edward Elgar Publishing, n. 2947, 2004.

MINSKY, Hyman. **Stabilizing an unstable economy**. New York: McGraw-Hill, 2008.

MINSKY, Hyman. **Can" it" happen again?: essays on instability and finance**. Routledge, 2015.

MIRANDA, Bernardo; CROCCO, Marco Aurélio; SANTOS, Fabiana. 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.

MULLIGAN, Robert. A sectoral analysis of the financial instability hypothesis. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 53, n. 4, p. 450-459, 2013.

NISHI, Hiroshi. An empirical contribution to Minsky’s financial fragility: evidence from non-financial sectors in Japan. **Cambridge Journal of Economics**, v. 43, n. 3, p. 585-622, 2019.

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.

ORHANGAZI, Özgür. Financialization and macroeconomic fragility. In: **Rebellious Macroeconomics: Marx, Keynes & Crotty-A Conference In Honor Of Jim Crotty's Contributions To Political Economy** ye Sunulan Tebliğ, 2007.

PAULA, Luiz Fernando; BRUNO, Miguel. Financeirização, coalização de interesses e taxa de juros no Brasil. **Revista Princípios**, v. 151, 2017.

PALLEY, Thomas. **Financialization: what it is and why it matters**. Palgrave Macmillan UK, 2013.

PRESCOTT, Edward. Theory ahead of business-cycle measurement. In: **Carnegie-Rochester conference series on public policy**. North-Holland, 1986.

PEDROSA, Ítalo. Firms’ leverage ratio and the Financial Instability Hypothesis: an empirical investigation for the US economy (1970–2014). **Cambridge journal of economics**, v. 43, n. 6, p. 1499-1523, 2019.

PIRES, Manuel. Investimentos Públicos: 1947-2021. **Observatório de Política Fiscal**. Brasília, 25 de abril de 2021. Disponível em: <<https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/series-historicas/investimentos-publicos/investimentos-publicos-1947-2021>>. Acesso em: 27 de abril de 2023.

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. 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.

ROLIM, Lilian; CATTAN, Rafael; ANTONIOLI, Jorge. Fragilidade financeira das empresas não financeiras de capital aberto no Brasil entre 2010 e 2016: Uma análise setorial a partir de Minsky. **Análise Econômica**, v. 39, n. 78, 2021.

STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge journal of economics**, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.

SUN, Lixin. Quantifying the effects of financialization and leverage in China. **The Chinese Economy**, v. 51, n. 3, p. 209-226, 2018.

TOMASKOVIC-DEVEY, Donald; LIN, Ken-Hou; MEYERS, Nathan. Did financialization reduce economic growth?. **Socio-Economic Review**, v. 13, n. 3, p. 525-548, 2015.

TORI, Daniele; ONARAN, Özlem. The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK. **Cambridge Journal of Economics**, v. 42, n. 5, p. 1393-1416, 2018.

TORI, Daniele; ONARAN, Özlem. Financialization, financial development and investment. Evidence from European non-financial corporations. **Socio-Economic Review**, v. 18, n. 3, p. 681-718, 2020.

TORRES FILHO, Ernani; MARTINS, Norberto; MIAGUTI, Caroline. Minsky’s financial fragility: an empirical analysis of electricity distribution firms in Brazil (2007–2015). **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 42, n. 1, p. 144-168, 2018.

TORRES FILHO, Ernani; MARTINS, Norberto. Regulação Financeira em Minsky: Restrição de Sobrevivência, Instabilidade Financeira e Regulação Dinâmica. Texto para Discussão IE/UFRJ, n. 004, 2020.

VAN TREECK, Till. The political economy debate on ‘financialization’—a macroeconomic perspective. **Review of International Political Economy**, v. 16, n. 5, p. 907-944, 2009.

VAN DER ZWAN, Natascha. Making sense of financialization. **Socio-economic review**, v. 12, n. 1, p. 99-129, 2014.

VERBEEK, M. A Guide to Modern Econometrics. John Wiley&Sons, Chichester. 2004.

WOOLDRIDGE, Jeffrey . **Econometric analysis of cross section and panel data**. MIT press, 2010.