
¿Financiarización dentro del régimen de promoción industrial de Tierra del Fuego? Los casos de Mirgor y Newsan

Ignacio Juncos

SECyT-UNC

IEF-FCE-UNC

ignacio.juncos@unc.edu.ar

Financialization within the industrial promotion regime in Tierra del Fuego? The cases of Mirgor and Newsan

A financeirização no regime de promoção industrial da Terra do Fogo? Os casos de Mirgor e Newsan

Fecha de recepción: 30 de agosto de 2022

Fecha de aprobación: 21 de diciembre de 2022

Resumen

Este trabajo investiga, a partir del análisis de sus estados contables, la financiarización de las firmas Mirgor y Newsan, productoras de electrónica de consumo, entre 2009 y 2019. A partir de observar que el promedio del Resultado Financiero Neto y de la inversión financiera son mayores que el de la inversión productiva para ambas firmas se concluye que la financiarización fue parte de su estrategia de acumulación. Esta financiarización se plasma en 3 canales: adquisición de activos financieros, orientación hacia el valor de los accionistas, vía distribución de dividendos, y financiarización subordinada, a través de operaciones con derivados relacionados al tipo de cambio. El primer canal es el de mayor magnitud, aunque destaca el hecho de que no son de gran importancia los ingresos financieros poniendo en jaque la tesis del giro en la acumulación. El canal de la financiarización subordinada es poco relevante en términos cuantitativos.

Palabras clave: financiarización empresarial; electrónica de consumo; financiarización subordinada.

Códigos JEL: D21; G34; G11

Abstract

This paper examines, based on the analysis of their financial statements, the financialization of the firms Mirgor and Newsan, producers of domestic electronics devices, between 2009 and 2019. Observing that the average of the Net Financial Result and of the financial investment are greater than the one of the productive investment for both firms, it is concluded that financialization was part of the accumulation strategy. This financialization is reflected in 3 channels: acquisition of financial assets, orientation towards shareholder value, via dividend distribution, and subordinated financialization, through operations with derivatives related to the exchange rate. The first channel is the largest, although the fact that financial income is not of great importance, rejects the thesis of the shift in accumulation. The channel of subordinated financialization is not very relevant in quantitative terms.

Keywords: corporate financialization; electronic devices, subordinate financialization.

JEL codes: D21; G34; G11

Resumo

Este artigo considera, com base na análise de suas demonstrações financeiras, a financeirização das firmas Mirgor e Newsan, produtoras de eletroeletrônicos, entre 2009 e 2019. Observando que a média do Resultado Financeiro Líquido e do investimento financeiro são maiores que a do investimento produtivo para ambas as firmas, conclui-se que a financeirização fez parte do da estratégia de acumulação. Esta financeirização traduz-se em 3 canais: aquisição de activos financeiros, orientação para o valor accionista, via distribuição de dividendos, e financeirização subordinada, através de operações com derivados relacionados com a taxa de câmbio. O primeiro canal é o maior, embora se destaque o fato de a receita financeira não ter grande importância, colocando em risco a tese do deslocamento da acumulação. O canal de financeirização subordinada é pouco relevante em termos quantitativos.

Palavras-chave: financeirização empresarial; eletroeletrônicos; financeirização subordinada.

Códigos JEL: D21; G34; G11

Introducción

El presente trabajo tiene como objetivo analizar la financierización de las firmas Mirgor S.A.C.I.F y Newsan S.A. Se hace énfasis en la rentabilidad, el Resultado Financiero Neto (RFN), la inversión productiva y la inversión financiera de las firmas, concluyendo que, en el inicio del período, 2009-2016, se presenta una fuerte expansión productiva, y luego entre 2017 y 2019 hay un proceso de crisis en el sector que se plasma en una caída de la rentabilidad y un menor dinamismo de la inversión productiva. Respecto a la financierización, se observa que, en todo el período, las firmas reservan fondos para usos no productivos. Esto se plasma en que los valores del RFN y la inversión financiera son mayores que los de la inversión productiva. Se concluye entonces que la financierización fue parte de la estrategia de acumulación de las firmas. Respecto a las vías por las que se produce esta financierización, se encuentra que el canal de los activos financieros es el más relevante en términos cuantitativos. Se detecta también presencia del canal de orientación hacia el valor de los accionistas, principalmente a través de la distribución de dividendos los cuales se mantienen incluso en los momentos de crisis del sector, superando en el período 2017-2019 los montos destinados a inversión productiva en ambas compañías. Por último, respecto al canal de la financierización subordinada, se encuentran resultados por operaciones con derivados relacionadas al tipo de cambio, pero los resultados que obtiene las firmas por estas no son cuantitativamente significativos. Tampoco se encuentra evidencia de que la fuga de capitales sea importante en la estrategia de acumulación de las firmas.

Además de la presente introducción, el documento se estructura de la siguiente manera: en la siguiente sección se presentan los principales antecedentes teóricos de los estudios de financierización, con especial énfasis en aquellos que se centran en el estudio de la financierización empresarial y sus especificidades en países periféricos. Este apartado finaliza con un breve repaso de los principales estudios de financierización a nivel firma realizados para Argentina, destacando la ausencia de estudios para el sector de electrónica de consumo.

La tercera sección describe la estrategia metodológica llevada a cabo para la investigación: el análisis de estados contables. Mediante esta técnica se han obtenido previamente los resultados más concluyentes. Por su parte, en el cuarto apartado, se presentan los principales resultados empíricos a partir del análisis de los estados contables de las firmas seleccionadas. Se finaliza, en la quinta sección, resumiendo los principales hallazgos de la investigación y posibles líneas futuras de análisis.

1. Marco teórico

1.1 *Los orígenes de la financiarización y las corporaciones no financieras*

Los estudios de financiarización se caracterizan por tener una gran diversidad de enfoques e incluso provenir de diferentes disciplinas (Van der Zwan, 2014). Una de las definiciones más aceptadas del término es la de Epstein (2005), quien define a la financiarización como “la importancia creciente de los mercados financieros, motivos financieros, instituciones financieras y elites financieras en el funcionamiento de las economías, tanto a nivel nacional como internacional” (p. 3). Krippner (2005), en uno de los trabajos más citados de la literatura, define a la financiarización como “un patrón de acumulación en el que las ganancias se acrecientan principalmente a través de canales financieros en lugar de a través del comercio y la producción de bienes” (p. 174).

Se identifican tres enfoques sobre financiarización; un primer enfoque que ve a la financiarización como un régimen de acumulación, otro donde el énfasis está puesto dentro de la firma, analizando el mayor poder de los accionistas dentro de ella y, por último, un grupo de estudios que se ocupa de la “financiarización de la vida cotidiana” (Van Der Zwan, 2014). Este trabajo se basa en la corriente que hace énfasis en la firma.

Este enfoque, que parte de la idea de separación de la propiedad y el control de las firmas, se basa en la hipótesis de un mayor poder de los accionistas dentro de estas, lo que lleva una orientación de las firmas hacia el valor de los accionistas. El origen de este proceso es situado, por Lazonick y O’Sullivan (2000), en las economías anglosajonas de EE.UU. y Gran Bretaña en la década de 1980. Luego esta se expande a las economías europea y japonesa. Este cambio en la estructura de la firma, junto con mayores rendimientos ofrecidos por el sector financiero son identificados como los principales factores que dan inicio al proceso de financiarización en las Corporaciones No Financieras (CNF) (Serfati, 2016; Lapavitsas, 2014, Stockhammer, 2004).

Siguiendo a Auvray y Rabinovich (2019), en la literatura se han identificado dos canales principales de la financiarización de las CNF: por un lado, una mayor proporción de activos financieros respecto a los no financieros, desde donde deriva un creciente ingreso financiero. En este trabajo se refiere a la presencia de estas operaciones como el canal de la financiarización vía activos financieros. Por otro lado, un aumento en los recursos de las CNF hacia los mercados financieros, que se plasma esencialmente en pagos de dividendos y recompra de acciones, beneficiando en ambos casos a los ac-

1- Traducción propia.

cionistas. La causa de esto es la hipótesis de mayor poder de los accionistas dentro de la firma, por lo que se identifican estos flujos financieros como el canal de la financiarización orientado hacia el valor de los accionistas.

Por último, es importante destacar que investigaciones recientes discuten la importancia de los ingresos financieros para las CNF (Rabinovich, 2018; Rabinovich y Perez Artica, 2020a; Rabinovich y Perez Artica 2020b). Esta corriente lleva a cuestionar el aumento del rendimiento ofrecido por los mercados financieros en comparación con la inversión productiva, como una de las causas de la financiarización de las CFN. Consecuentemente, se pone en duda la validez de la hipótesis conocida como “giro en la acumulación”, en la cual se enmarca a la financiarización en CNF en la visión de la financiarización como un nuevo patrón de acumulación² y, por lo tanto, las CNF buscan ahora obtener mayores ganancias financieras en reemplazo de los canales tradicionales de obtención de ganancias vía producción de bienes y servicios.

1.2 Financiarización empresarial en la periferia

En la literatura se reconoce que tanto el proceso de financiarización, como la organización global de la producción no se manifiestan de la misma manera en la periferia respecto a los países centrales (Bonizzi, Kaltenbrunner y Powell, 2022; Kaltenbrunner y Paineira, 2018; Lapavitsas, 2014; Powell, 2013). A pesar de que de los diversos enfoques de la financiarización la relacionada a las CFN es la más extrapolable a las economías periféricas (Medialdea, 2010), la literatura menciona particularidades de la financiarización de las CFN en países periféricos. Las tasas de interés más altas en estos países reflejan mayores oportunidades de arbitraje, especialmente actividades de *carry trade* (Rabinovich y Perez Artica, 2020a). Igualmente, las actividades especulativas de las CNF en la periferia no se limitan al *carry trade*, los derivados financieros relacionados a las divisas también juegan un papel (Farhi y Borghi, 2009; Rossi Junior, 2013; Zeidan y Rodrigues, 2013). Al mismo tiempo, las empresas adquieren activos financieros y se endeudan no solo en búsqueda de ganancias financieras sino para salvaguardar sus ganancias del circuito financiero local a través de la fuga de capitales. Esto está relacionado con el hecho de que los países dependientes están expuestos a crisis sistemáticas de balanza de pagos (Schorr y Wainer, 2018). La importancia de la fuga de capitales en los modelos de acumulación en los países periféricos también es resaltada por Kulfas (2005) y García Zanotti (2020).

2- La definición de Krippner (2005) citada anteriormente es un claro ejemplo de esta visión.

Por lo tanto, en el presente trabajo se considera a aquellas operaciones financieras relacionadas a moneda extranjera así como las maniobras de fugas de capitales como representaciones del canal de la financiarización subordinada³.

Como antecedentes de estudios de financiarización empresarial que incluyan firmas argentinas se encuentran Demir (2007, 2009a, 2009b y 2009c), Perez Artica, Delbianco y Brufman (2017), Schorr y Wainer (2018), Cassini, García Zanotti y Schorr (2019), García Zanotti (2020) y Tori y Onaran (2022). Es importante destacar que en ninguno de estos trabajos se analiza en detalle el sector de electrónica de consumo, ni las firmas con las que se trabaja en esta investigación.

2. Estrategia metodológica

La estrategia metodológica es el análisis de información de balances de empresas. Esta decisión se basa en que a partir de la lectura de información contable se pueden construir variables económicas que sirven para observar estrategias de acumulación, el financiamiento y el destino de los fondos (García Zanotti, 2020) y que los estudios de financiarización empresarial en países periféricos que analizan balances de empresas son los que encuentran evidencia más fuerte del involucramiento de las CNF en actividades financieras (Demir 2007, 2009a, 2009b y 2009c; Karwowski, 3 y 4 de septiembre de 2012, Torija Zane y Gottschalk, 2018).

El sector seleccionado es el de Electrónica de Consumo y las firmas objeto de estudio son Mirgor y Newsan, que son las productoras de electrónica de consumo en el país que cotizan en bolsa (Rabinovich, 2017). Esto es fundamental porque permite acceder a los estados contables de las firmas vía el sitio web de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Se realiza una sistematización y análisis de los estados contables consolidados al 31 de diciembre de cada año presentados por las firmas en la CNV entre 2009 y 2019. A su vez, se analiza también la sección de operaciones con partes relacionadas de los estados contables separados. Esto se realiza para percibir las operaciones intra-firma dado que son uno de los mecanismos usuales de financiarización empresarial (García Zanotti, 2020). Esto es importante porque ambas firmas analizadas tienen una estructura de grupo (Rabinovich, 2017) por lo que consideramos como unidad de análisis a la

3- El término financiarización subordinada, acuñado por Powell (2013) y adoptado por gran parte de la literatura de financierización con foco en países periféricos, busca reflejar la experiencia de la financiarización en las economías capitalistas emergentes.

Corporación No Financiera (CNF)⁴, que es el conjunto de firmas cuya información es presentada en los estados contables consolidados.

La metodología para el análisis de la información contenida en los estados contables se estructura en dos ejes. Por un lado, el análisis del nivel de rentabilidad, inversión productiva, financiera y el RFN. Esto permite analizar si se observa en las firmas una estrategia financierizada de acumulación. Por otro lado, se cuantifican los distintos canales de la financierización identificados en la literatura (valor de los accionistas, activos financieros, financierización subordinada) y se analiza la importancia de cada uno de ellos en las CNF seleccionadas.

Se construyen las siguientes variables económicas⁵ para analizar los dos ejes de las posibles estrategias de financierización de las compañías. El principal insumo fueron los "estados consolidados de flujos de efectivo"⁶.

- *Return On Equity* (ROE): Resultados operativos/Patrimonio Neto.

Se utiliza dado que los estudios de financierización empresarial identifican que desde la puesta en práctica de la orientación hacia el valor de los accionistas este es el indicador de rentabilidad que buscan incrementar las compañías (Lazonick y O'Sullivan, 2000).

- Inversión neta: Adquisición de bienes de uso – Depreciación de bienes de uso – Venta/baja de bienes de uso.

La inversión neta o inversión productiva busca captar los usos del excedente de las firmas destinados a aumentar y/o reponer su capacidad productiva (García Zanotti, 2020). Un valor positivo de la inversión neta indica que la firma ha incrementado sus capacidades productivas en dicho período.

- Resultado Financiero Neto (RFN): Resultados operativos + Amortizaciones + Impuesto a las ganancias – Adquisición de Bienes de Uso.

El RFN, por su parte, mide la parte del excedente que no es reinvertido por la empresa, es decir el dinero que tiene disponible la empresa luego de cubrir los gastos de capital (Perez Artica, Delbianco y Brufman, 2017). Por lo tanto, un mayor valor de este indicador representa mayor cantidad

4- Los términos CNF, firma, compañía, empresa, grupo serán utilizados como sinónimos.

5- Se utilizan también otras magnitudes directamente obtenidas de los estados contables como son beneficio fiscal, resultados operativos, patrimonio neto, activo total, pasivo corriente y patrimonio neto, así como las notas a los estados contables.

6- Siguiendo a García Zanotti (2020), se prioriza trabajar con los flujos de efectivo para observar los movimientos de fondos. En el caso de que no sea posible para alguna partida se recurre a otros elementos del balance que usan el criterio de lo devengado.

de fondos que la empresa está destinando a actividades no productivas y, por lo tanto, es un indicio de una estrategia de acumulación financiarizada.

- Inversión financiera: Aumento de efectivo + Adquisición de activos financieros + Inversiones permanentes + Otorgamiento de préstamos.

La inversión financiera se toma como uno de los principales indicadores del uso financiarizado del excedente de la firma. Siguiendo a García Zanotti (2020), se toma como inversión financiera a la “adquisición de activos financieros tales como efectivo, activos temporarios (bonos, títulos, derivados, etc.), préstamos otorgados e inversiones permanentes” (p. 66).

- Flujos financieros: aquellas operaciones de la firma que, si bien no constituyen una inversión financiera al no incrementar los activos financieros de esta, implican para la firma flujos de efectivo desde o hacia los mercados financieros.⁷

La introducción de esta variable obedece a captar algunos flujos de efectivo que no representan inversión financiera, pero que son identificados en la literatura como típicos de la financiarización en las CNF, como, por ejemplo, pagos de dividendos e intereses, intereses cobrados, ingresos por tenencia de activos financieros, entre otros. A su vez, esta variable permite diferenciar entre aquellos flujos que representan un ingreso para la firma, ingresos financieros, de aquellos que son un egreso, pagos financieros, permitiendo también discutir respecto a la hipótesis del giro en la acumulación.

En el análisis de la evolución de las variables inversión financiera y flujos financieros, se presta atención también a los cambios en su composición. Esto se justifica por la relevancia de analizar cualitativamente los cambios en los flujos de efectivo (Bortz y Kaltenbrunner, 2017) y la importancia de descomponer las grandes categorías todo lo posible para entender las estrategias de financiarización de las firmas (Klinge, Fernandez y Aalberts, 2020). Se analizan también las operaciones con entidades relacionadas ya que las operaciones intra-firma, generalmente con filiales en guaridas fiscales, es uno de los mecanismos centrales para la fuga de capitales (García Zanotti, 2020).

El análisis de la composición de la inversión financiera y los flujos financieros está orientado al segundo eje metodológico de cuantificar canales de la financiarización identificados en la literatura. Así, el pago de dividendos y las recompras de acciones son clasificados como flujos de efectivo que representan una orientación de la compañía hacia el valor de los accionistas. La adquisición de activos financieros, como bonos y colocaciones a pla-

7- Las variables RFN, inversión neta, inversión financiera y flujos financieros son expresadas en términos del activo total de la firma para poder realizar comparaciones.

zo, fideicomisos financieros, inversiones permanentes en otras empresas, el otorgamiento de préstamos y los ingresos obtenidos por estas acciones se consideran parte del canal de la financiarización vía activos financieros. Por último, operaciones relacionadas a moneda extranjera, así como fuga de capitales son identificadas con el canal de la financiarización subordinada.

3. Mirgor, Newsan y los canales de financiarización empresarial

3.1 La industria de electrónica de consumo en Argentina

Se realiza en esta subsección una breve caracterización de la producción de electrónica de consumo en Argentina. Se resume su evolución entre 2009 y 2019, prestando atención al rol que ocupa el Estado en él y su impacto en las firmas objeto de estudio.

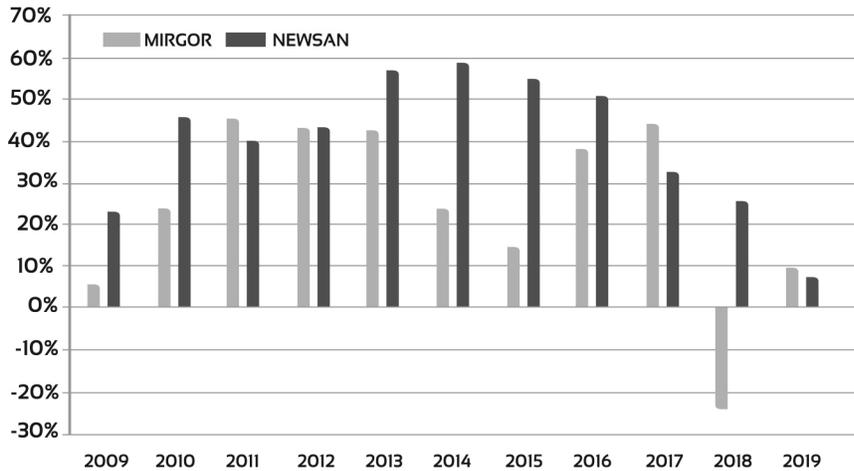
La producción de electrónica de consumo ha crecido fuertemente en el territorio nacional, particularmente desde 2009 con la profundización del régimen de Promoción al Territorio Nacional de Tierra del Fuego, Antártida e Islas del Atlántico Sur (TdF). De hecho, los beneficios obtenidos a través del régimen han sido fundamentales para las distintas empresas⁸ (Rabinovich, 2017; Santarcángelo y Perrone, 2015; Schorr y Porcelli, 2014). Con la llegada de Cambiemos a la presidencia en 2015, se presenta a partir de 2017, un desmantelamiento parcial del régimen de promoción, con reducción de aranceles, pero manteniendo exenciones en el pago de los impuestos internos.

En términos de rentabilidad, en Newsan y Mirgor, se observa, a pesar de algunos vaivenes, un crecimiento en el período 2009-2016. Siendo, en ambas compañías, la rentabilidad de 2016 superior a la previa a la profundización del régimen. En los años donde se identifica un desmantelamiento parcial del régimen, el comportamiento de la rentabilidad de las empresas difiere. En el caso de Newsan, se observa un proceso de caída de la misma, decreciendo respecto al año anterior tanto en 2017, 2018 como 2019. Mirgor, por su parte, mantiene un crecimiento de su rentabilidad en 2017 aunque es coincidente con la situación de crisis en el año 2018 donde su rentabilidad operativa es negativa. Este resultado negativo se revierte en 2019 aunque aún en un nivel de rentabilidad inferior al promedio 2009-2016⁹.

8- Para Mirgor el valor absoluto del cociente beneficios fiscales/resultados operativos promedia el 548% entre 2011-2019, y nunca se encuentra por debajo del 300%. Para Newsan promedia el 150% en el período 2009-2019.

9- Mirgor se expandió fuertemente mediante la adquisición de firmas en el año 2019. A su vez, el mismo tiene parte de sus operaciones en el sector de equipamiento para automóviles, cuya rentabilidad no cae a partir de 2017.

Figura 1. Resultados operativos/Patrimonio neto (ROE).



Fuente: elaboración propia en base a estados contables de Mirgor y Newsan.

Se presenta así una diferenciación temporal en los beneficios obtenidos por las firmas, con un primer subperíodo (2009-2016/2017) donde estos son crecientes y positivos; y un segundo (2017/2018-2019) donde la rentabilidad cae e incluso es negativa. Esto permitirá observar si cambios en la rentabilidad se condicen con cambios en operaciones financieras.

Por estos aspectos, sumado a la ausencia de antecedentes en la literatura, es que se considera relevante el estudio de la financiarización en empresas del sector. Se expone a continuación el análisis de los estados contables de las compañías. En primer lugar, se presenta el caso de Mirgor, comenzando con una breve descripción de sus actividades principales, para luego presentar sus principales operaciones financieras en el período 2009-2019. Luego, se enseña el caso de Newsan con la misma dinámica.

3.2 MIRROR: De las autopartes a los electrodomésticos

MIRROR S.A.C.I.F.I.A. es una sociedad anónima con domicilio legal en TdF, cuyas acciones clase C cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Es parte del grupo Caputo, que posee 3 segmentos, electrónica (el de mayor importancia en términos de facturación), construcción y energía (Rabinovich, 2017). La actividad principal original de la sociedad es la fabricación de

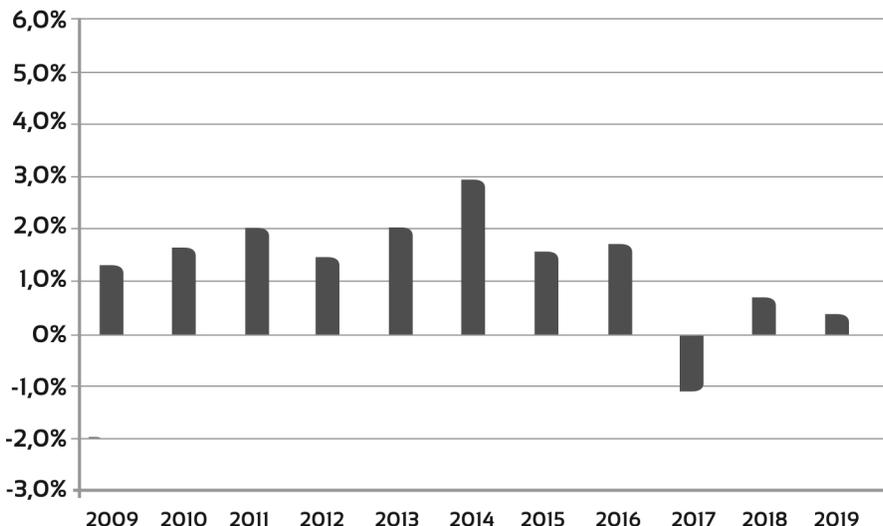
equipos de climatización para el sector automotor con destino en el mercado local. Presenta una fuerte expansión en el sector de electrónica a partir del año 2009, participa de la fabricación y comercialización de televisores, equipos de telefonía celular, autorradios, entre otras actividades (Mirgor, 2009-2020).

Los estados financieros consolidados analizados incluyen la actividad de Mirgor, Capdo, IATEC, Interclima y Holdcar (estas últimas 2, absorbidas por Mirgor desde 2019). El conjunto de estas compañías registró en 2019, ventas por 40.543 millones de pesos, ubicándose dentro de las 1000 empresas que más venden en Argentina, en 2018 IATEC en el puesto 72 y Mirgor en el 459 (Las 1.000 que más venden..., 1 de julio de 2020).

3.2.1. La Financiarización en Mirgor: activos financieros de corto plazo y distribución de dividendos.

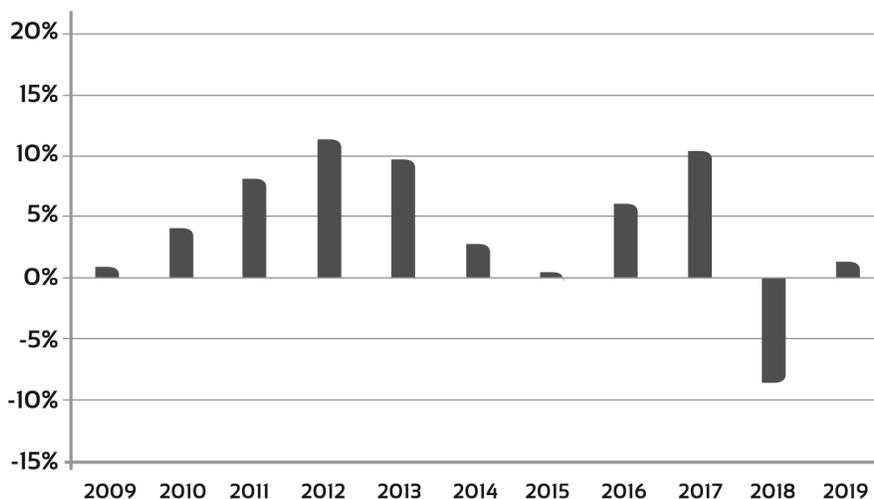
En primer lugar, partiendo de lo presentado en la sección 3.1 respecto a la rentabilidad de la compañía, se analizará el comportamiento de la firma en términos de su inversión productiva.

Se presenta la inversión neta como porcentaje del activo total y se diferencia entre los períodos 2009-2016 y 2017-2019. En el primero, la inversión neta promedia 2% del activo total, y solo se encuentra por debajo del 1,5% en 2009 y 2012. En cambio, durante 2017-2019 la media del cociente inversión neta/activo total es de 0,01%, e incluso sin considerar 2017 (-1,1%) el promedio es de 0,5%. Dos aspectos destacan respecto al comportamiento de la inversión. Por un lado, que en distintos momentos no sigue una dinámica similar al del ROE. Ejemplos de esta discrepancia son 2012, donde la inversión neta toca sus valores mínimos del período 2009-2016, mientras que el ROE se encontraba por encima del 40%; 2017 donde a pesar de un repunte de la rentabilidad respecto al año anterior (nuevamente por encima del 40%), la inversión neta es negativa, y 2014, donde la ratio inversión neta/activo total alcanza su valor máximo, mientras que la rentabilidad se encuentra en uno de los valores más bajos del período 2010-2016. Por otro lado, que el período 2017-2019, donde la inversión neta de Mirgor promedia un valor cercano a 0, coincide con lo que anteriormente se identificó como una etapa de desmantelamiento parcial del régimen y de crisis del sector. Sin embargo, es importante destacar que la empresa siguió percibiendo en el período grandes beneficios por la eximición en el pago de impuestos nacionales.

Figura 2. Inversión neta como porcentaje del activo total.

Fuente: elaboración propia en base a estados contables de Mirgor.

Como contraparte para analizar la relación entre rentabilidad, inversión productiva y fondos no invertidos y las posibles estrategias de financiarización de las firmas, se expone el RFN. El RFN tiene una dinámica similar al ROE presentado en la figura 1, siendo de mayor magnitud en el período 2009-2016 donde promedia el 5,5% y decreciendo en los años identificados como de crisis en el sector (promedia el 1,0% entre 2017 y 2019). Existen sin embargo algunas particularidades a destacar. En primer lugar, tanto el promedio de los años 2009-2016 como el de los años 2017-2019 es superior al valor promedio de la inversión neta de la firma en esos mismos períodos. En segundo lugar, se observa que los valores máximos del RFN se alcanzan en 2012, año en el que se había identificado que a pesar de una alta rentabilidad la inversión presenta los menores valores del período 2010-2016, e incluso en el período 2011-2013 a pesar de alcanzar los niveles máximos de inversión el RFN promedia 10% del activo total. En 2017, aún con un nivel de rentabilidad de los más altos de todo el período analizado, la inversión neta de MIRGOR es negativa, llevando a que el RFN se ubique nuevamente en torno al 10% del activo total.

Figura 3. Resultado Financiero Neto como porcentaje del activo total.

Fuente: elaboración propia en base a estados contables de Mirgor.

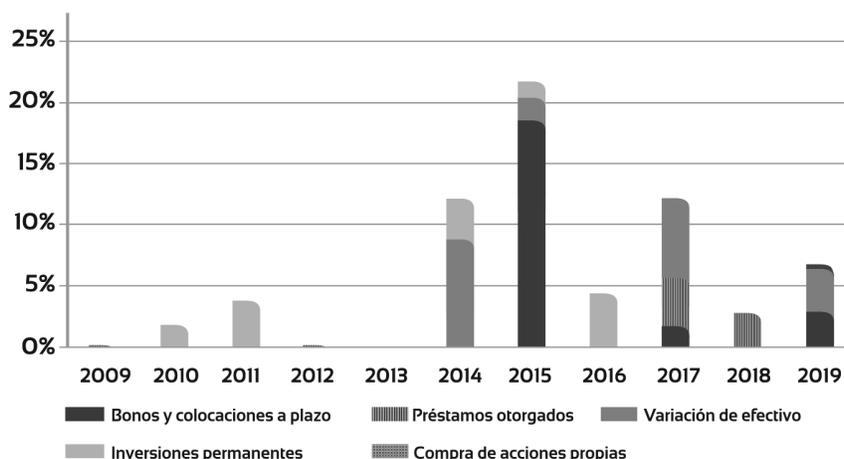
Al analizar la inversión financiera que realiza la firma se observa que esta no difiere en magnitud en los períodos analizados, promedia el 5,5% entre 2009 y 2016, y el 6% entre 2017 y 2019, superando en ambos períodos los guarismos de la inversión destinada a ampliar capacidad productiva. Es importante también destacar que esto no significa que la inversión financiera de Mirgor se caracteriza por una constancia en su magnitud, sino que tiene vaivenes pronunciados. No es de gran relevancia en los primeros 5 años hasta 2014 y 2015, años de disminución en la rentabilidad de la firma, donde crece de manera significativa, superando el 20% del activo total en 2015.

El hecho de que la inversión financiera sea de mayor magnitud que la productiva, en conjunto con la persistencia de un RFN también de magnitud significativa, muestra que la financierización es un elemento relevante en la estrategia de acumulación de la firma en el período analizado.

A continuación, se analiza la conformación de la inversión financiera para detectar los distintos canales que explican la estrategia de financierización de MIRGOR. Se observa que, en los primeros años del período 2009-2016, esta es explicada casi exclusivamente por el aumento de tenencias de efec-

tivo. Mientras que, a partir de 2014, son relevantes también otros tipos de inversión financiera como inversiones permanentes (adquisición de participaciones en empresas), otorgamiento de préstamos y adquisición de activos financieros (colocaciones a plazo y títulos de deuda en 2015). Luego, en el período identificado como crisis del sector, 2017-2019, son relevantes las colocaciones a plazo en 2017 y 2019, el otorgamiento de préstamos en 2017 y 2018, y la aparición de la compra de acciones propias en 2019.

Figura 4. Inversión financiera como porcentaje del activo total.



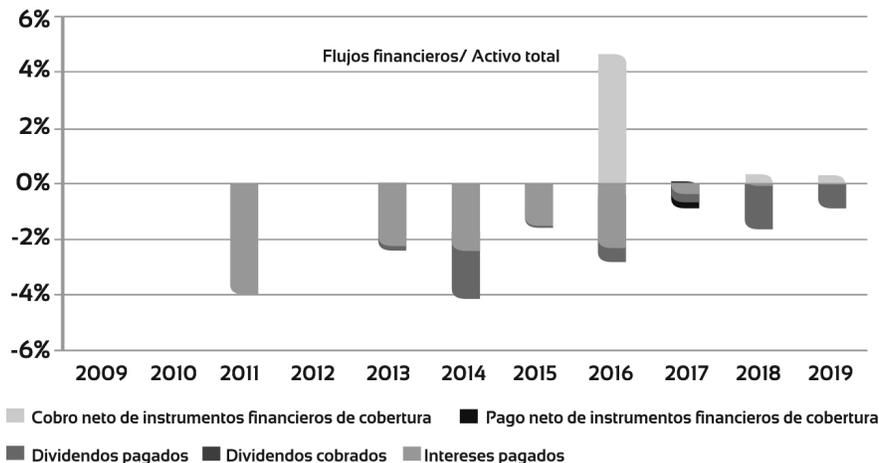
Fuente: elaboración propia en base a estados contables de Mirgor.

Para analizar los distintos canales de la financiarización en la firma, se presenta también la composición de lo que se denominó como flujos financieros de la firma. En primer lugar, destaca el hecho de que, excepto en 2016, los flujos de la firma hacia el mercado financiero (pagos financieros) superan a aquellos desde el mercado financiero a las firmas (ingresos financieros). De hecho, estos últimos son solo significativos en 2016 cuando la firma obtiene un ingreso a partir de instrumentos de cobertura relacionados con la variación del tipo de cambio. Por el lado de los pagos financieros, estos alcanzan sus valores más significativos en términos del activo total en 2011, 2014 y 2016 (4%, 4,2% y 3,9% respectivamente). En todos estos años, y en todo el período 2011-2016, el principal componente de los pagos financieros

son los pagos de intereses por parte de la firma. En 2017, aparecen como relevantes también el pago neto por instrumentos de cobertura respecto al tipo de cambio y los dividendos pagados a los accionistas. Es importante destacar que la distribución de dividendos, si bien está presente en 7 de los 11 años analizados, en 2018 y 2019 cobra mayor relevancia siendo el principal componente de los pagos financieros; este hecho es interesante de señalar porque son los años en los que la empresa presenta los menores niveles de rentabilidad.

Se observa así que en las operaciones financieras de la empresa están presentes los 3 canales de financiarización identificados en la literatura. La orientación hacia el valor de los accionistas se observa en la constancia de los pagos de dividendos, así como en la presencia de recompra de acciones. Por el lado del canal de los activos financieros se encuentran las tenencias de efectivo, las adquisiciones de participaciones en empresas, colocaciones a plazo, títulos de deuda y otorgamiento de préstamos. Respecto al canal de la financiarización subordinada, es representado por las operaciones con derivados relacionados al tipo de cambio.

Figura 5. Flujos financieros como porcentaje del activo total.



Fuente: elaboración propia en base a estados contables de Mirgor.

En resumen, se encuentra que el grupo Mirgor, a tono con la etapa identificada como de desmantelamiento parcial del régimen de promoción y la caída en la rentabilidad del sector, disminuye fuertemente su inversión productiva entre 2017 y 2019. Incluso a pesar de que en 2017 el ROE del grupo supera el 40%. Por otro lado, se observa que incluso en el período 2009-2016, en un contexto de expansión de las actividades y de alta rentabilidad, la empresa decide reservar fondos para actividades distintas a la inversión productiva como indica el RFN. Se concluye entonces que Mirgor presenta rasgos de un comportamiento financierizado. La mayor magnitud de la inversión financiera respecto a la productiva, lo que sucede en los dos subperíodos analizados, refuerza la importancia de la financiarización en la estrategia de la firma.

A la hora de analizar los distintos canales de la financiarización de la firma el canal de los activos financieros, representado en la inversión financiera, es el más relevante en términos cuantitativos. Por su parte, la orientación hacia el canal de los accionistas se plasma en la distribución de dividendos, presentes a partir de 2013. Es relevante mencionar que un factor importante de flujos de recursos de la empresa hacia el mercado financiero fueron los pagos de intereses, por lo que el apalancamiento también fue parte de la estrategia de acumulación de la empresa. Por último, el canal de la financiarización subordinada es representado por ingresos y egresos financieros ligados a la aparición de instrumentos de cobertura respecto al tipo de cambio, aunque con una magnitud menor que los otros canales.

3.3. NEWSAN: La licenciataria de Sanyo en Argentina

Newsan S.A., fue constituida en Argentina el 15 de marzo de 1991, mediante la fusión de los activos de Sansei, en ese entonces licenciataria Aiwa, y ciertos activos de Sanelco, licenciataria de la marca Sanyo, con el objeto de la producción, comercialización, y distribución de diversos artículos eléctricos y electrónicos para el hogar. Actualmente, fabrica productos bajo marcas propias, tales como Noblex, Atma, Philco, Siam y Sansei, así como también bajo marcas de terceros a partir de acuerdos industriales con clientes internacionales como Motorola y LG (Newsan, 2009-2020).

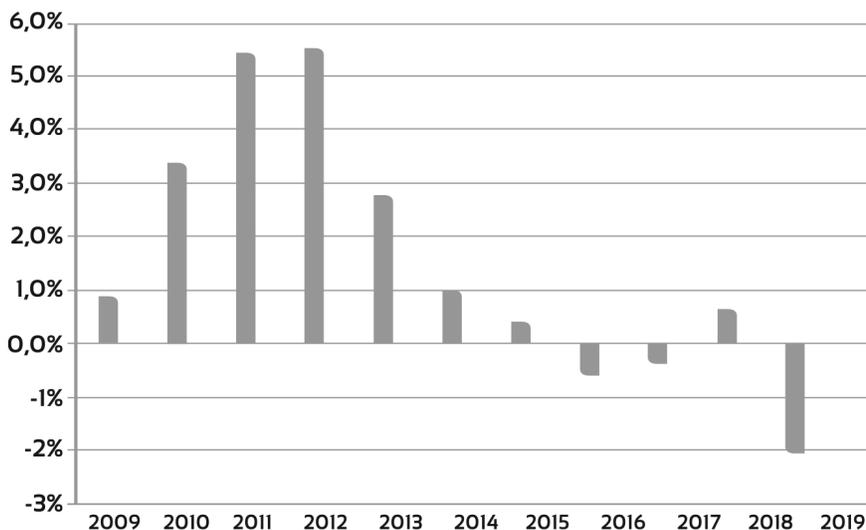
La importancia del grupo Newsan¹⁰ se evidencia en que este conjunto de firmas en 2019 presentó ventas por \$20.931 millones, y 3 de ellas en 2018 se encontraban en el ranking de 1000 empresas que más facturan: Newsan 111, Electronic System 120, Noblex 438 (Las 1.000 que más venden..., 1 de julio de 2020).

10- En 2019, los estados financieros consolidados incluyen los estados financieros de Newsan, sus subsidiarias Newsan Food S.A., Call Stock S.A. y Agrilia S.A., además de las absorbidas Electronic System S.A., Kirbo S.A., Misur S.A. y Noblex Argentina S.A.

3.3.1. La financiarización en Newsan, constancia en el pago de dividendos y otorgamiento de préstamos en etapa de crisis.

Respecto a la inversión productiva, al igual que en el caso de Mirgor, es superior en el período 2009-2016 donde promedia el 2,4% del activo total, respecto a 2017-2019 donde ese guarismo es del -0,6%. Dentro de la primera etapa, hay un periodo inicial, entre 2010-2013, donde la empresa presenta los niveles más altos de inversión. Partiendo de un 0,9% del activo total en 2009, invierte casi el 5,5% de la misma en 2011 y supera este valor en 2012 (5,5%); incluso en 2013, donde la inversión neta disminuye fuertemente comparada a 2012, esta es del 2,8% del activo total, un nivel similar a 2010. Esta etapa está marcada por la fuerte expansión del grupo en el sector de electrónica de consumo al calor del régimen de promoción, tanto en términos de inauguración de nuevas plantas, como en la diversificación y aumento en la escala de la elaboración de productos y la incorporación de nuevas marcas internacionales (Rabinovich, 2017). A partir de 2014, a pesar de estar aún en un nivel alto de rentabilidad, la inversión neta de la compañía comienza a disminuir, hasta alcanzar un valor negativo en 2016 (-0,6%). Esta tendencia se mantiene en el período 2017-2019, donde en 2 de los 3 años la inversión neta es negativa, destacando el -2,1% que arroja la ratio inversión neta/activo total en 2019.

Figura 6. Inversión neta como porcentaje del activo total



Fuente: elaboración propia en base a estados contables de Newsan.

La contraparte de la evolución de la rentabilidad de la firma y su inversión productiva es el RFN de la misma, el cual promedia 12% del activo total en el período 2009-2016 y 7% en 2017-2019. El RFN promedio supera, al igual que en el caso de Mirgor, a la inversión neta promedio en ambos periodos.

El alto valor del RFN en el período 2009-2016 se explica porque, excepto en los años 2010 y 2011, donde la inversión productiva alcanza sus valores máximos, la compañía aprovecha sus altos niveles de rentabilidad para reservar fondos por alrededor del 10% de su activo total para fines no productivos. Entre 2014 y 2016, donde la rentabilidad de la firma es alta pero su inversión neta ya se encuentra en disminución, el RFN alcanza niveles récord del período, promediando el 18%. Por su parte, entre 2017 y 2019, el RFN se reduce dado que, si bien la inversión no aumenta, la firma se encuentra en un contexto de disminución de la rentabilidad. Sin embargo, es importante destacar que recién en 2019 el RFN está a un nivel menor a 2011 y 2012. Por lo tanto, incluso en el contexto de caída de rentabilidad, en 2017 y 2018 la firma pudo mantener una porción significativa de excedente para fines distintos a inversión productiva.

Fuente: elaboración propia en base a estados contables de Newsan.

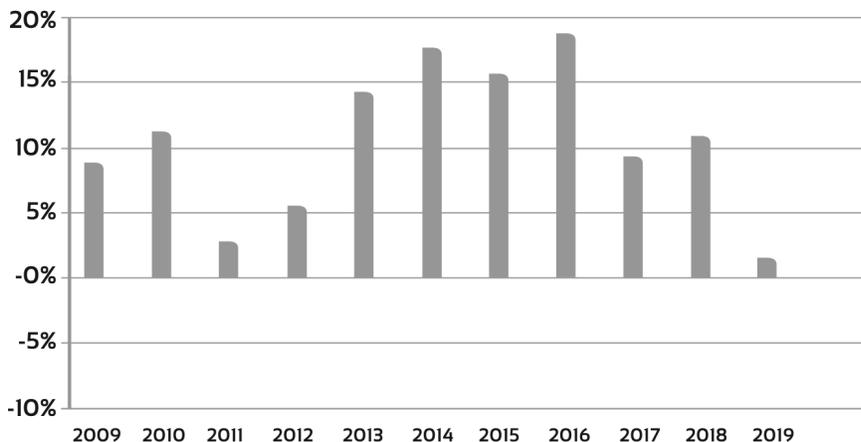


Figura 7. Resultado Financiero Neto como porcentaje del activo total

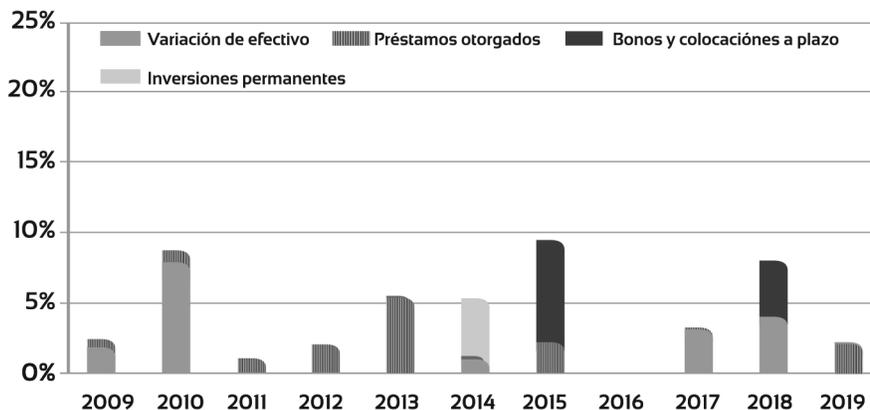
Por el lado de la inversión financiera de Newsan, se observa que esta supera en cuantía a la inversión neta en 8 de los 11 años analizados, la excepción son los años 2011 y 2012, identificados como de alta inversión productiva y bajo RFN, y el año 2016 donde no se identifica en el balance inversión finan-

ciera. Los valores promedios arrojan que la inversión financiera representa el 4,3% del activo total en el período 2009-2016 y el 4,5% en 2017-2019, siendo en ambos casos superior a la inversión neta (2,4% y -0,6% respectivamente).

Al igual que en el caso de Mirgor, que tanto la inversión financiera como el RFN de son de mayor magnitud que la productiva y que esto sucede en el período de alta rentabilidad como así también cuando esta disminuye, muestra que la financiarización es un fenómeno presente en la estrategia de acumulación de la firma en todo el período analizado.

Para analizar los distintos canales mediante los cuales se plasma la estrategia de financiarización de la firma se analiza también la composición de su inversión financiera. En primer lugar, la adquisición de activos financieros se mantiene en prácticamente todo el período analizado, a excepción del año 2016. En los primeros años, 2009 a 2013, se explica casi exclusivamente por aumento de tenencias de efectivo y otorgamiento de préstamos. A partir de 2014, aunque persiste la tenencia de efectivo y el otorgamiento de préstamos, crece la importancia de otros tipos de inversiones financieras como son las inversiones permanentes (participaciones en otras empresas) y la adquisición de bonos y colocaciones a plazo (principalmente títulos públicos y participaciones en fondos comunes de inversión en 2015 y títulos públicos y fideicomisos financieros en 2018).

Figura 8. Inversión financiera como porcentaje del activo total

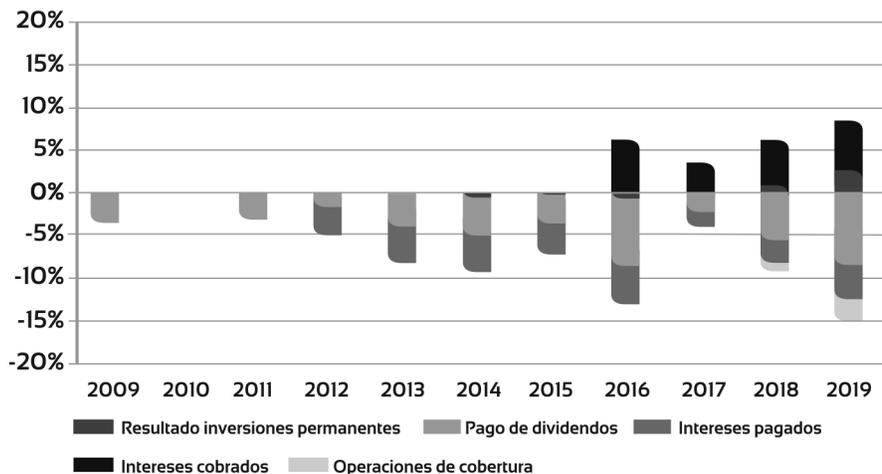


Fuente: elaboración propia en base a estados contables de Newsan.

Para continuar el análisis de los canales de la financiarización, se presenta la evolución de la composición de los flujos financieros de New-san. Al igual que en el caso de Mirgor, los flujos de dinero desde la firma hacia el mercado financiero son más relevantes que aquellos desde el mercado financiero hacia la firma. Sin embargo, es interesante destacar que los ingresos financieros son relevantes para la firma entre 2016 y 2019, período donde la rentabilidad de la firma comienza a descender. De hecho, en este período en todos los años los ingresos financieros superan a la inversión neta del grupo. El principal componente de los ingresos financieros fue el cobro de intereses, seguido de los resultados obtenidos por las inversiones permanentes, esencialmente en 2019. Sin embargo, el monto de estos ingresos por intereses es aún marginal respecto a los obtenidos por su actividad principal. Respecto a los pagos financieros, es interesante en primer lugar analizar su evolución como un todo, puntualmente el hecho de que estos alcanzan su mayor valor en los años 2016 y 2019 (-12,4% y -15% respectivamente), ambos años en los que la inversión neta de la compañía alcanza valores negativos. En cuanto a su composición, destaca la importancia de los pagos de dividendos, los cuales se encuentran presentes en 10 de los 11 años analizados y siendo el principal componente de los pagos financieros en 7 de los 10 años en que estos son distintos de cero, y explicando en gran parte los valores máximos de 2016 y 2019. El segundo componente en importancia de los pagos financieros es el pago de intereses. Por último, señalar que en 2018 y 2019, los años de mayor crisis del sector y de volatilidad del tipo de cambio, fluyen recursos de la empresa hacia el mercado financiero en concepto de resultados de operaciones de cobertura relacionadas al tipo de cambio.

De lo descrito anteriormente se desprende que la firma presenta en su relación con el mercado financiero evidencia de los 3 canales de financiarización empresarial identificados. La orientación hacia el valor de los accionistas se observa en la centralidad de los pagos de dividendos en los pagos financieros. El canal de los activos financieros se plasma en aumento de efectivo, las adquisiciones de participaciones en empresas, colocaciones a plazo, títulos de deuda, fideicomisos financieros y otorgamiento de préstamos. Respecto al canal de la financiarización subordinada, es representado por la adquisición de activos financieros como medio de cobertura respecto al tipo de cambio.

Figura 9. Flujos financieros como porcentaje del activo total.



Fuente: elaboración propia en base a estados contables de Newsan.

En síntesis, el comportamiento de la inversión de Newsan no solo se condice con la etapa de desmantelamiento parcial del régimen, sino que incluso esta merma en la inversión productiva es previa a 2017. Luego de una etapa inicial de expansión de la producción entre 2010 y 2013, la firma desacelera su inversión. Esto se plasma en un RFN promedio del 18% entre 2014 y 2016 e incluso que, en años de caída de su rentabilidad, como son 2017 y 2018 este se mantiene en torno al 10% del activo total. La aplicación de estos recursos de la empresa la podemos observar tanto en la inversión financiera, la cual se compone de variación de efectivo y otorgamiento de préstamos hasta 2013 y luego comienzan a aparecer nuevos instrumentos como inversiones permanentes o adquisición de activos financieros, como en los flujos financieros desde la empresa hacia el mercado financiero, especialmente en los pagos de dividendos.

4. Conclusiones

En el presente trabajo se buscó indagar respecto de la financierización de dos de las compañías más importantes del sector de electrónica de consumo en Argentina, Mirgor S.A.C.I.F y Newsan S.A. Con respecto al desempe-

ño general de las firmas, se concluye que durante el período 2009-2016, se produce una fuerte expansión de las actividades enmarcadas en el régimen de promoción por parte de las firmas para usufructuar los beneficios fiscales derivados de esta. Sin embargo, a partir del año 2017 el sector pierde dinamismo y esto se plasma tanto en la rentabilidad como en la inversión productiva de ambas compañías.

El análisis de los estados contables de Mirgor y Newsan resulta en los siguientes hallazgos. A pesar de la expansión productiva, ambas compañías reservan una parte significativa de sus fondos para usarlos en actividades no productivas. Esto se plasma en que el promedio del RFN es superior al de la inversión neta en todo el período analizado e incluso esto se mantiene tomando solo el período 2009-2016. Este comportamiento es congruente con lo hallado por Schorr y Wainer (2018) respecto al comportamiento de las grandes firmas en Argentina. Este análisis se complementa con la observación de que parte de esos fondos fueron utilizados en inversión financiera, cuyo promedio, tanto para todo el período, como tomando solo 2009-2016, supera al de la inversión neta en ambas firmas. Se concluye así que la financiarización, entendida en el sentido amplio de Epstein (2005), fue parte de la estrategia de acumulación de las firmas.

Respecto a los canales por los cuales se plasmó esta estrategia de financiarización se reflejaron a través de aquellos que fueron identificados en el marco teórico. El canal de la orientación hacia el valor de los accionistas, se plasma esencialmente a través de la distribución de dividendos, los cuales incluso aumentaron su importancia en las etapas de baja de rentabilidad de las compañías. En el período 2017-2019, ambas compañías distribuyeron dividendos por un monto mayor a la inversión neta que realizaron. Estos hallazgos son compatibles con la idea de Medialdea (2010) de que, de los distintos enfoques de la financiarización, el análisis de las CFN es el que más fácil se extrapola a economías periféricas.

En segundo lugar, el canal identificado como de los activos financieros, fue el de mayor magnitud en ambas compañías. Como se evidenció anteriormente la adquisición de activos financieros, plasmada en la inversión financiera, fue superior a la inversión neta en ambas compañías para todo el período analizado. Sin embargo, esta adquisición de activos financieros no se plasma en una gran importancia de los ingresos financieros en ninguna de las firmas. Por lo tanto, la idea del "giro en la acumulación" que acompaña al canal de los activos financieros no parece explicar el comportamiento de las firmas. Una explicación alternativa, considerando que gran parte de los activos financieros adquiridos son activos de gran liquidez es que estas operaciones sean instrumentos de gestión de liquidez por parte de las firmas en

contextos de incertidumbre macroeconómica. En el caso de Mirgor, es claro como estos activos financieros crecen a partir del año 2014, donde en Argentina comienza el recrudecimiento de un proceso inflacionario que luego se agudiza durante el gobierno de la alianza Cambiemos entre 2016 y 2019. Por último, en este canal, es importante destacar que para el caso de Newsan si se observa una relación, aunque marginal en términos cuantitativos, entre el otorgamiento de préstamos como un canal de la financiarización vía activos financieros y la obtención de ingresos por vía de estos activos. A su vez, estos ingresos crecen en importancia en el momento de crisis del sector indicando que puede haber sido una búsqueda alternativa de rentabilidad. El hecho de que los aumentos de activos financieros sean en aquellos de gran liquidez y que no se coincidan directamente con un incremento de ingresos financieros es coincidente con los hallazgos de Rabinovich y Perez Artica (2020b), así como también los autores plantean que en el rubro de otorgamiento de créditos es donde se podría encontrar una financiarización de los ingresos.

Por último, respecto al canal de la financiarización subordinada se encuentra en ambas compañías resultados por operaciones con derivados relacionados al tipo de cambio. Esto coincide con la literatura previa de financiarización empresarial en la periferia respecto de la importancia de las operaciones relacionadas a moneda extranjera (Farhi y Borgi, 2009; Zeidan y Rodrigues, 2013; Rossi Júnior, 2013). Sin embargo, en términos cuantitativos los resultados derivados de estas operaciones no son de gran magnitud y no se encontró en estas empresas operaciones de relevancia con entidades relacionadas en el exterior, mecanismo usual para detectar fuga de capitales. Aunque se evidencia en el caso de Newsan, una estructura de grupo donde las controlantes son firmas cuya actividad principal es la inversión¹¹; así como distintas operaciones de préstamos y prestación de servicios con filiales en el exterior, estos montos no significativos. Por lo tanto, si bien una investigación más exhaustiva en este sentido es una posible línea futura de análisis, no se considera que la fuga de capitales haya sido un factor central en el patrón de acumulación de estas compañías.

Para finalizar, la CGV de electrónica de consumo presenta algunas particularidades, una inserción en la CGV en actividades de bajo valor agregado, lejos de las posiciones dominantes (sin posibilidad de decidir sobre la organización de la misma y que tareas realizar); orientada principalmente al

11- A su vez, el grupo Newsan poseía al 31 de diciembre de 2019 el 100% de la firma Agrilia S.A. una sociedad inversora con sede en Uruguay y absorbió en este mismo año las firmas, que previamente controlaba con el 99,99% de sus acciones, Kirbo S.A. y Misur S.A. ambas compañías inversoras con sede en Argentina.

mercado local (por lo que las ventas no son una fuente de divisas) y con una fuerte incidencia de la política de promoción estatal. Por lo tanto, replicar el análisis para empresas insertas en CGV con otras características y realizar comparaciones puede resultar fructífero. Esto se basa en que García Zanotti (2020) constató, analizando subsidiarias de multinacionales en Argentina, que el sector de actividad condicionó la tipología de financiarización, y de fuga de capitales, de las firmas. A la vez que el vínculo entre CGV y financiarización ha sido poco tratado en la literatura (Milberg, 2008; Baud y Durand, 2012; Auvray y Rabinovich, 2019; Klinge, Fernandez y Aalbers, 2020).

Referencias bibliográficas

Auvray, T. y Rabinovich, J. (2019). The financialisation–offshoring nexus and the capital accumulation of US non-financial firms. *Cambridge Journal of Economics*, 43(5), 1183–1218.

Baud, C. y Durand, C. (2012). Financialization, globalization and the making of profits by leading retailers. *Socio-Economic Review*, 10(2), 241–266.

Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A. y Powell, J. (2022). Financialised capitalism and the subordination of emerging capitalist economies. *Cambridge Journal of Economics*, 46(4), 651–678.

Bortz, P. G., y Kaltenbrunner, A. (2017). The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. *Development and Change*, 49(2), 375–393.

Cassini, L., García Zanotti, G. y Schorr, M. (2019). Estrategias de financiarización en las producciones primarias de Argentina durante los gobiernos del kirchnerismo, 2003-2015. *Ciclos*, 26(53), 195-220.

Demir, F. (2007). The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries. *Review of Radical Political Economics*, 39(3), 351-359.

Demir, F. (2009a). Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 88(2), 314–324.

Demir, F. (2009b). Volatility of Short-term Capital Flows and Private Investment in Emerging Markets. *The Journal of Development Studies*, 45(5), 672-692.

Demir, F. (2009c). Macroeconomic uncertainty and private investment in Argentina, Mexico and Turkey. *Applied Economics Letters*, 16(6), 567-571.

Epstein, G. A. (2005). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publishing.

Farhi, M. y Borghi, R. a. Z. (2009). Operations with financial derivatives of corporations from emerging economies. *Estudios Avanzados*, 23(66), 169–188.

García Zanotti, G. D. (2020). Trayectorias divergentes en la financiarización de las grandes empresas extranjeras no financieras de Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017) [Tesis doctoral, Universidad Nacional de Quilmes, Bernal]. <http://ridaa.unq.edu.ar/handle/20.500.11807/2182>.

Juncos, I. (2021). La dimensión internacional de la financiarización subordinada: El caso argentino. *Revista De Economía Política De Buenos Aires*, 15(22), 47-72.

Kaltenbrunner, A. y Paineira, J. P. (2018). Financierización en América Latina: Implicancias de la integración financiera subordinada. En Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (Eds.) *Estudios sobre financiarización en América Latina* (pp. 33-61). CEPAL.

Karowski, E. (3 y 4 de septiembre de 2012). *Financial Operations of South African Listed Firms: Growth and Financial Stability in an Emerging Market Setting*. III conference international do ieSe, Maputo, Mozambique.

Klinge, T. J., Fernandez, R. y Aalberts, M. B. (2020). Whiter corporate financialization? A literatura review. *Geography Compass*, 15(9). <https://onlinelibrary.wiley.com/toc/17498198/2021/15/9>

Krippner, G. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208.

Kulfas, M. (2005). *Internacionalización financiera y fuga de capitales en América Latina*. FLACSO.

Lapavitsas, C. (2014). *Profiting without producing: How Finance exploits us all*. Verso.

Lazonick, W. y O'sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and society*, 29(1), 13-35.

Medialdea, B. (2010). eSubdesarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financiera de la economía brasileña [Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Madrid].

Milberg, W. (2008). Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains. *Economy and Society*, 37(3), 420-451.

Mirgor S.A.C.I.F.I.A. (2009-2020). *Memorias y estados contables*. Recuperado de <https://www.argentina.gob.ar/cnv/empresas>

Newsan S.A. (2009-2020). *Memorias y estados contables*. Recuperado de <https://www.argentina.gob.ar/cnv/empresas>

Perez, Artica R., Delbianco, F. y Brufman, L. (2017). El ahorro y la inversión corporativos en América Latina. Una indagación a nivel firma. *Cuadernos de Economía*, 36(71), 571-600.

Powell, J. (2013). Subordinate financialisation: A study of Mexico and its non-financial corporations [Tesis doctoral. SOAS, University of London]. <https://core.ac.uk/download/pdf/19090664.pdf>

Rabinovich, J. (2017). Grupos locales y acumulación de capital en el sector de electrónica de consumo en Argentina (2003-2014). *Apuntes del CENES*, 37(35), 247-286.

Rabinovich, J. (2018). The financialization of the non-financial corporation. A critique to the financial turn of accumulation hypothesis. *Metroeconomica*, 70(4), 738-775.

Rabinovich, J. y Perez Artica, R. (2020a). Cash holdings and the financialisation of Latin American nonfinancial corporations. *SSRN Electronic Journal*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3535445

Rabinovich, J. y Perez Artica, R. (2020b). El aumento de los activos financieros en firmas de América Latina. ¿Un caso de financiarización? *Realidad económica*, 49(333), 113-140.

Las 1.000 que más venden en el 50° aniversario de Mercado (1 de julio 2020). *Mercado* (1216). <https://mercado.com.ar/revista/edicion-junio-no1216/>

Rossi Júnior, J. I. (2013). Hedging, selective hedging, or speculation? evidence of the use of derivatives by Brazilian firms during the financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(5), 415-433.

Santarcángelo, J. E. y Perrone, G. (2015). Desafíos y oportunidades del desarrollo de la electrónica de consumo en los países en desarrollo. *Redes: Revista de estudios sociales de la ciencia*, 21(41), 13-40.

Schorr, M. y Porcelli, L. (2014). *La industria electrónica de consumo en Tierra del Fuego. Régimen promocional, perfil de especialización y alternativas de desarrollo sectorial en la posconvertibilidad*. Documentos de investigación social IDAES (26). http://biblioteca.clacso.edu.ar/Argentina/idaes-un-sam/20171113034635/pdf_510.pdf

Schorr, M. y Wainer, A. (2018). *La financiarización del capital. Estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos*. Futuro Anterior Ediciones.

Serfati, C. (2016). Las raíces financieras de los grupos industriales mundiales. *Ola Financiera*, 9(24), 1-42.

Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719-741.

Suarez, M. J. y Cotignola, M. (2021). Evolución y tendencias del empleo industrial durante el gobierno de Cambiemos: Los casos del conurbano bonaerense, Rosario, Córdoba y Tierra del Fuego. En Adriani, H., Suárez, M. y Murgier, N. (eds.) *Abordajes de la actividad industrial argentina: Procesos*,

territorios y análisis de casos durante el gobierno de la Alianza Cambiemos. Universidad Nacional de La Plata. Facultad de Humanidades y Ciencias de la Educación.

Tori, D. y Onaran, Ö. (2022). Financialisation and firm-level investment in developing and emerging economies. *Cambridge Journal of Economics*, 46(4), 891-919.

Torija Zane, E. y Gottschalk, R. (2018). Patrones financieros y de inversión en America Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial. En Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (eds.) *Estudios sobre financiarización en América Latina*. CEPAL.

Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-economic Review*, 12(1), 99-129.

Zeidan, R. y Rodrigues, B. (2013). The failure of risk management for non-financial companies in the context of the financial crisis: lessons from Aracruz Celulose and hedging with derivatives. *Applied Financial Economics*, 23(3), 241-250.