



1290000710



IE

TCC/UNICAMP K871e

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA



A EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE ENDIVIDAMENTO DAS 25 MAIORES EMPRESAS PRIVADAS NACIONAIS NO PERÍODO (1989-1993)

Aluna: Priscila Krebs

Orientadora: Prof. Maria Alejandra Caporale Madi

Banca: Prof. Miguel Juan Bacic

Dezembro/1995

TCC/UNICAMP
K871e
IE/710

61000710

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer o apoio e carinho dos meus pais e irmãos.

Agradeço em especial, pela orientação que recebi da Prof. Maria Alejandra Caporale Madi, durante toda a elaboração da monografia e as orientações finais do Prof. Miguel Juan Bacic.

ÍNDICE:

Capítulo 1: Teorias sobre as formas de financiamento das empresas	- 4
1.2. Os lucros como fonte essencial de financiamento	- 5
1.3. Determinantes da estrutura de capital	- 9
1.4. Indicadores	- 13
1.5. Indicadores de liquidez	- 13
1.6. Indicadores de endividamento	- 17
Glossário	- 21
Capítulo 2: Os indicadores de liquidez e endividamento das 25 maiores empresas privadas nacionais	- 23
2.2. Organização das tabelas	- 23
2.3. Descrição das tabelas	- 31
Capítulo 3: A economia brasileira e a evolução do endividamento	- 41
3.2. Decisão de investimento	- 41
3.3. O padrão de ajuste nacional da década de oitenta e início dos anos 90	- 43
3.4. A evolução do índice de endividamento	- 46
Conclusão	- 52

INTRODUÇÃO

Esta monografia será um estudo sobre a evolução do índice de endividamento das 25 maiores empresas privadas nacionais, levando-se em consideração as mudanças ocorridas na política econômica no período 89 - 93.

No primeiro capítulo serão apresentadas algumas visões sobre as formas de financiamento das empresas, isto é, como as empresas se financiam e quais fatores afetam uma decisão de financiamento. Ainda nesse capítulo serão apresentados os índices de liquidez e endividamento, como são calculados, qual seu significado econômico e como interferem na forma de financiamento de uma empresa.

O segundo capítulo será um trabalho de coleta de dados, que nos fornecerá informações sobre as condições financeiras das empresas. As tabelas serão descritas e depois comparadas, para que possamos estudar as mudanças anuais ocorridas com os índices.

O terceiro capítulo será um trabalho de conclusão, relacionando a situação da economia brasileira no período 89 - 93, com os dados dos capítulos anteriores.

CAPÍTULO 1 - TEORIAS SOBRE AS FORMAS DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

1.1. INTRODUÇÃO

Wood¹ fez um estudo sobre o financiamento das empresas, afirmando que os lucros têm um papel muito importante como fonte essencial de financiamento dos investimentos da empresa. Wood faz ainda uma distinção as entre decisões de curto e longo prazos, como se relacionam e como afetam o nível de investimentos e lucros.

Este autor manteve-se centralizado no estudo dos lucros e na sua importância como fonte de financiamento de empresas. Outros autores como Myers, Titman e Wessels fizeram um estudo sobre as formas de financiamento das empresas de sociedades anônimas, centralizando-se em pontos diferentes dos apontados por Wood. A teoria desses autores sugere que a firma seleciona a estrutura de capital dependendo das atribuições que determinam a variação de custos e benefícios associados com a forma de financiamento por dívidas ou por ações.

Primeiramente, versaremos sobre tais autores e suas contribuições para o estudo das formas de financiamento. Na segunda parte do capítulo, serão apresentados alguns indicadores de estrutura de capital e liquidez da empresa. Estes indicadores serão utilizados nos capítulos seguintes da monografia para fazermos um estudo com evidências empíricas sobre a evolução do endividamento das empresas no Brasil no período de 1989 a 1993.

¹ Wood, Adrian. Uma Teoria dos Lucros

1.2. Os lucros como fonte essencial de financiamento

A teoria de Wood enfoca o longo prazo. Principalmente porque a proposição de que a quantidade de lucros que uma companhia pretende auferir é determinada pela quantidade de investimentos que ela planeja realizar só é válida para o longo prazo.

As decisões de longo prazo são as decisões chamadas “estratégicas”, ou seja, aquelas decisões que exercem uma influência fundamental sobre o desempenho da empresa durante um período que varia de três a cinco anos. As decisões de curto prazo (ou operacionais) são aquelas que orientam as atividades mensais ou anuais da empresa, e estas são tomadas no contexto dos objetivos a longo prazo da empresa e são fortemente influenciadas por eles.

As decisões de curto prazo são, de certo modo, aquelas que são tomadas para determinado período de tempo nos quais, por razões puramente técnicas, a capacidade da empresa não possa ser alterada. Por sua vez, as decisões de longo prazo são aquelas que são adotadas tendo em vista um limite de tempo suficientemente amplo para que o nível de capacidade produtiva consista em uma variável controlável pela empresa.

Entretanto, a empresa também tem que ter uma política financeira para o curto prazo. Isto porque, seria extremamente oneroso e inconveniente para a empresa ter que ajustar seus investimentos aos seus lucros a curto prazo, mesmo se ela pudesse prever o futuro com alto grau de precisão. A outra razão é que a empresa não pode na realidade prever o período de tempo exato em que ela vai receber suas receitas ou efetuar suas despesas. Como resultado, a quantidade de financiamento gerado em qualquer período curto de tempo pode exceder ou ficar aquém dos gastos em investimentos planejados (a serem financiados internamente) e a empresa tem que contar com uma política financeira a curto prazo flexível de modo a enfrentar as discrepâncias esperadas ou imprevistas.

As políticas financeiras a curto prazo tem dois elementos principais. O primeiro é a aquisição e a possibilidade de dispor dos ativos financeiros, pois a

receita da conta de capital que ultrapassar os gastos planejados pode ser canalizada para a aquisição de ativos financeiros. Mais importante ainda é que os gastos planejados que excedem temporariamente as receitas, podem ser financiados pelo manejo dos ativos financeiros. Esta forma de atuação da empresa é vantajosa pois, na medida em que ela tem uma reserva de ativos financeiros, seu programa de alteração da capacidade instalada é independente, tanto das oscilações da demanda e dos lucros a curto prazo, quanto da disponibilidade de facilidades creditícias em determinadas épocas. Por isso, as empresas desejam operar com uma quantidade de ativos financeiros que funcione como um escudo de liquidez.

O segundo elemento mais importante das políticas financeiras para o curto prazo é o empréstimo, adquirido em bancos ou outras instituições financeiras similares, a ser restituído em períodos curtos de tempo. Esses créditos de curto prazo financiam o capital de giro (estoques e produção em andamento) ou financiam, a curto prazo, projetos de investimentos. A longo prazo, uma empresa em expansão incorrerá, em média, numa quantidade elevada de dívidas a curto prazo, tanto porque ela vai necessitar de uma quantidade maior de capital de giro, como porque ela estará engajada em uma série crescente de projetos de investimentos fixos.

Tomar emprestado é um aspecto essencial da estratégia financeira da empresa a longo prazo. Vamos examinar, os fatores que determinam a decisão de uma empresa em obter crédito a longo prazo. Wood leva em consideração os vários tipos de riscos e desvantagens acarretados pelas atividades de emprestar e tomar emprestado, todas elas sendo influenciadas de uma forma ou de outra, pela incerteza e pelo desconhecimento do curso futuro dos lucros da empresa.

O risco do prestador é o risco de, no caso de a empresa falir, o prestador não receber o principal de volta, pois os ativos vendáveis da companhia não são suficientes para cobrir todas as suas obrigações. O prestador então, exige da empresa algum tipo de garantia de forma a torná-la apta a requerer um empréstimo. Além disso, para atrair empréstimos a empresa

tem que pagar uma taxa de juros maior quanto mais elevado for o seu índice de endividamento. Se o índice de endividamento for muito alto, a empresa poderá enfrentar recusas de empréstimos a qualquer taxa de juros.

O risco de quem toma emprestado é, em última análise, o risco de a empresa ser forçada a falir em consequência de uma queda de lucros imprevista tão grande que ela não pudesse mais pagar suas obrigações de juros fixas. Mesmo antes de atingir esse ponto, existe o risco de que, vencido o prazo do empréstimo, os credores recusem-se a renová-lo (ou podem concordar somente com uma taxa de juros muito elevada) e a companhia seja obrigada a vender parte de seus ativos para restituir o empréstimo, contingência esta que pode muito facilmente resultar no fechamento da empresa.

Existe ainda um problema relativo à tomada de empréstimos, pois um alto índice de endividamento (aliado com dividendos relativamente estáveis), aumenta o impacto proporcional das flutuações de lucros a curto prazo sobre o nível de lucros retidos a curto prazo. A grande variabilidade de lucros retidos torna desejável a existência de facilidades de obtenção de créditos disponíveis. Entretanto, um índice de endividamento elevado faz os bancos relutarem em fornecer crédito adicional a curto prazo devido à crescente carga que significam as dívidas pendentes. Uma consequência disto é que a firma deve manter maiores quantidades de ativos financeiros, se ela deseja estar apta a implementar sua estratégia de investimento a longo prazo, face às variações na demanda a curto prazo. A outra consequência é que a empresa fica mais vulnerável ao impacto causado por uma reação em cadeia de recusas de empréstimos, baseada na expectativa de colapso iminente da empresa. Isto porque as companhias que dependem muito de empréstimos costumam ser vítimas de repentinas mudanças na crença dos que emprestam, quanto à sua confiabilidade para recebimento de créditos.

Esos riscos e desvantagens estabelecem um limite à quantidade que as empresas tomam emprestado. A longo prazo, o risco dos tomadores de empréstimos é um obstáculo mais sério do que o risco dos emprestadores, por

duas razões. Uma é que da mesma forma que os acionistas de empresas de capital aberto, os emprestadores não precisam concentrar suas atividades em uma única empresa, eles podem diminuir seus riscos, de modo que a insolvência de uma firma não signifique sua ruína pessoal. A segunda é que é preciso uma crise muito menos séria para causar danos aos tomadores de empréstimos do que aos emprestadores. Isto porque o emprestador está garantido quando o produto da venda dos ativos da companhia é suficiente para saldar todas as suas obrigações.

Segundo Wood² a longo prazo, as empresas normalmente terão mais cautela em tomar emprestado do que os emprestadores em emprestar. De forma mais precisa, segue-se da consideração acima que o risco do tomador vai forçar o estabelecimento de um limite superior para o índice de endividamento da companhia a longo prazo.

O nível exato do limite de endividamento depende de dois fatores: 1) as expectativas dos responsáveis pela empresa com relação ao seu fluxo futuro de lucros, especialmente com referência às chances da lucratividade cair a níveis baixos. Essas expectativas, aliadas às expectativas do nível da taxa de juros, determinam as possibilidades subjetivas de falência e de dificuldades financeiras de menor calibre, a cada nível do índice de endividamento. 2) A escolha do nível do índice de endividamento como um limite e como um objetivo dependerá da atitude dos dirigentes e dos proprietários da empresa, frente aos riscos e desvantagens que advêm da tomada de empréstimos e, em particular, do grau em que eles são avessos ao risco.

O limite de endividamento estabelecido por uma empresa pode variar no tempo (por exemplo, em resposta a alterações da taxa de juros). Mas, na prática as firmas tendem a manter um determinado índice de endividamento durante longos períodos de tempo.

Portanto, a longo prazo, a quantidade de financiamento externo que a empresa obtém através de empréstimos é determinada pelo seu índice de

²Wood, Adrian. Uma Teoria dos Lucros, pag 13

endividamento escolhido e pela extensão do aumento do valor do seu total de ativos, que depende: da quantidade de investimentos que a empresa empreende, de suas aquisições de ativos financeiros, da depreciação de seus ativos pelo uso e obsolescência e do total da reavaliação de seu ativo em decorrência da inflação (ou seja, do aumento de preços dos tipos de ativos em questão). Entretanto, a curto prazo, o nível de empréstimos da firma vai flutuar ao redor da tendência a longo prazo, em resposta aos déficits e superávits, temporários da conta de capital. Da mesma forma, o nível de pagamento de juros vai flutuar a curto prazo em torno da tendência a longo prazo, embora a estratégia a longo prazo dos pagamentos de juros da empresa dependa de sua estratégia de tomada de empréstimos a longo prazo (e da taxa média de juros que ela deve pagar por suas dívidas).

1.3. Determinantes da estrutura de capital

Segundo Titman e Wessels, os determinantes da estrutura de capital são: a estrutura do ativo, a possibilidade de isenção de impostos, a exclusividade da produção (*uniqueness*), tamanho e lucratividade.³

A. Estrutura do ativo

Muitas teorias sobre estrutura de capitais afirmam que os tipos de ativos das empresas, de alguma maneira afetam a escolha de estrutura de capital. Myers e Majluf sugerem que as firmas possuem vantagens para emitirem dívidas com alguma forma de garantia. Empresas possuidoras de ativos que podem ser utilizados como garantia, esperam emitir mais dívida para obterem vantagens com esta oportunidade.

Myers sugere, ainda, que há uma relação positiva entre grau de endividamento e capacidade das firmas para darem garantias às suas dívidas.

³Titman Sheridan and Wessels Roberto. The Determinants of Capital Structure Choice. In: The Journal of Finance, Vol XLII, n.1, março 1988

Mas, se não houverem garantias para os empréstimos, os credores pedirão termos mais favoráveis, nesse caso, as firmas preferirão utilizar financiamento por ações e não por dívidas.

B. Possibilidade de isenção de impostos

A dedução de impostos e a depreciação de empréstimos de longo prazo para aplicação em bens fixos são substitutos da taxa de benefício do financiamento por dívida. Como resultado, firmas com considerável isenção em relação aos fluxos de caixa, incluem menos dívidas na estrutura de capitais.

C. Exclusividade

Para Titman, a especialização é negativamente relacionada com o coeficiente de endividamento. As firmas de produtos especializados provavelmente gastam mais com propaganda, promoções e em vendas dos produtos. Os gastos com pesquisa e desenvolvimento e alguns gastos com vendas podem ser considerados como bens de capital que são imediatamente gastos e que não podem ser utilizados como ativos que dão garantia.

D. Tamanho

A alavancagem financeira⁴ é determinada pela obtenção de uma taxa de lucro sobre o capital próprio diferente da taxa de lucro obtido sobre o capital total. Isto ocorre quando o capital total que gera um rendimento é financiado em parte, ou totalmente por capital de terceiros com um custo, sendo o custo diferente do rendimento.

A alavancagem financeira tem a propriedade de aumentar a taxa de lucro dos capitais próprios, multiplicando as possibilidades de crescimento. Porém, mesmo que a empresa possua uma taxa de alavancagem financeira favorável,

⁴ Bacic, J. Miguel. Taxa de lucro e taxa de juro : O conceito de alavancagem financeira. IE/UNICAMP , novembro de 1987

ela incorrerá em certos riscos, pois a utilização de capitais de terceiros gera encargos financeiros (pagamento de juros), que não variarão com a variação do lucro da empresa. O risco é causado pela existência de um nível de encargos financeiros fixos (juros), que devem ser pagos com o fluxo de lucros da empresa, independente do nível de lucros disponível.

As empresas possuem um custo que está relacionado com a ameaça de falência. Esses custos diretamente relacionados com o risco de falência constituem uma grande proporção do valor da firma, conforme esse valor decresce. As firmas grandes tendem a ser mais diversificadas, diminuindo assim, o risco de falência. Esses argumentos sugerem que as firmas grandes podem operar com maior grau de endividamento e portanto possuem maior grau de alavancagem.

O custo de emitir dívidas ou ações também está relacionado com o tamanho da firma. Firms pequenas pagam mais do que firmas grandes para emitir novas ações e algo mais para emitir dívidas de longo prazo. Isto sugere que firmas pequenas preferem emitir dívidas de curto prazo ao invés de longo prazo, devido ao baixo custo fixo associado a esta alternativa.

E. Lucratividade

As empresas preferem aumentar seu capital, primeiro com os ganhos retidos, depois através do endividamento por dívidas e por fim através da emissão de ações. Este comportamento se deve aos custos associados com a emissão de novas ações. Estes custos podem ser crescentes devido à assimetria de informações ou aos custos de transação. Em ambos os casos, o passado lucrativo da empresa, e por isso a quantia de ganhos avaliados para serem retidos, pode ser um importante determinante para a atual estrutura de capital.

Se uma empresa conseguiu no seu passado lucrativo, reter seus ganhos, ela tem grande potencial para financiar-se com recursos internos, evitando incorrer em custos relacionados com o financiamento externo.

Em suma, Myers faz ainda algumas considerações sobre a estrutura de capital, que são consistentes com evidências empíricas.⁵

As empresas têm razões para evitar financiar um investimento com emissão de ações, pois ela não quer correr o risco de emitir ações a um preço que julga ser baixo.

A firma planeja cobrir parte dos gastos normais com investimento através da aquisição de novos empréstimos, mas tenta restringi-los a um patamar suficiente para que consiga pagar suas dívidas. Esta restrição é devida: primeiro, para evitar qualquer custo material com eventuais apertos financeiros e segundo, manter uma folga financeira na forma de um potencial de reservas para empréstimos, isto é, ter possibilidade de emitir dívidas confiáveis se a empresa precisar.

Se as considerações de Myers forem verdadeiras, o grau médio de endividamento variará de indústria para indústria, porque os ativos têm riscos diferentes, e a necessidade de financiamento externo também difere de indústria para indústria.

Wood manteve seu estudo centralizado na importância dos lucros como fonte de financiamento dos investimentos das empresas. Analisou as diferenças entre decisões de curto e longo prazos, demonstrando como estas se relacionam e afetam o nível de investimento e de lucros. Para Wood, o grau de endividamento de uma firma depende das expectativas quanto ao fluxo futuro de lucros e dos riscos e desvantagens de se tomar emprestado. Myers, Titman e Wessels estudaram as formas de financiamento de empresas de sociedades anônimas, afirmando que a escolha de uma estrutura de capital depende da variação de custos e benefícios associados à forma de financiamento, seja ela por dívidas ou por ações. Todos esses autores estudaram as fontes de financiamento das empresas, mas cada um deu ênfase a uma variável diferente na determinação dessa fonte.

⁵Myers C.Stewart. The Capital Structure Puzzle. In: The Journal of Finance. Vol XXXIX, n.3, julho 1981

1.4. INDICADORES

Nesta segunda parte do capítulo serão apresentados os indicadores de endividamento e liquidez. Veremos qual o significado econômico, como são calculados e as demais implicações para nosso estudo.

Os saldos do balanço e da demonstração do resultado das empresas podem ser inter-relacionados de várias formas, cada uma fornecendo uma característica da situação da empresa. Essas inter-relações são quantificadas através dos índices econômico-financeiros. Utilizando tais índices pode-se ter um diagnóstico sobre a situação econômico-financeira da empresa.

A situação financeira da empresa refere-se à sua capacidade de liquidar os compromissos já assumidos e ao seu potencial de crédito junto aos fornecedores, instituições financeiras, etc. A situação financeira pode ser avaliada através da observação de alguns dados como: o grau de endividamento e a capacidade de solvência da empresa. Essas medidas são obtidas com os índices de estrutura patrimonial (endividamento) e os de liquidez.

O estudo dos índices de liquidez e endividamento seguirá a seguinte ordem de análise: nome do indicador, instituição e publicação, conceito econômico, metodologia e comentários adicionais.

1.5. Indicadores de liquidez

A análise dos indicadores interessa principalmente aos credores de curto prazo, pois a liquidez é o principal parâmetro considerado pelos credores para se julgar a conveniência de um empréstimo a curto prazo. Os credores a curto prazo estão interessados na capacidade que a empresa tem de pagar suas contas.

Os índices de liquidez são comparações estáticas entre ativos e passivos e pressupõem a liquidação da empresa (encerramento das suas atividades) na sua metodologia de cálculo. Os índices de liquidez não são índices extraídos do fluxo de caixa que comparam as entradas com as saídas de dinheiro. São índices que,

a partir do confronto dos ativos com as dívidas (passivo), procuram medir quão sólida é a base financeira da empresa. Uma empresa com bons índices de liquidez tem condições de pagar suas dívidas, mas não estará, obrigatoriamente, pagando suas dívidas em dia em função de outras variáveis como prazo, renovação de dívidas.

Esses índices são normalmente avaliados pelo critério de “quanto maior, melhor”. Supomos, então, que quanto mais elevados forem os índices, melhor será a situação financeira da empresa. Se os indicadores de liquidez forem altos, maior será a flexibilidade da empresa para tomada de decisões.

Existem diversos graus de liquidez calculados com base em diferentes fórmulas; estes índices são calculados anualmente, para as maiores empresas do Brasil, por várias publicações especializadas. As fórmulas empregadas e as instituições que os publicam são as seguintes:

LIQUIDEZ GERAL

INSTITUIÇÃO E PUBLICAÇÃO

Exame - Exame Melhores e Maiores

CONCEITO

A liquidez geral indica a capacidade financeira da empresa de curto e longo prazos para pagar todos os seus compromissos para com seus credores de curto e longo prazos. Mede a proporção dos bens e direitos a serem realizados⁶ a curto e longo prazos em relação às dívidas totais.

METODOLOGIA

A liquidez geral pode ser calculada a partir dos dados extraídos basicamente das demonstrações contábeis levantadas pelas empresas. O cálculo diz respeito

⁶Realizar, no sentido contábil, quer dizer: converter, mudar, e não só receber em dinheiro

à divisão da soma do ativo circulante e realizável a longo prazo pela soma do passivo circulante e exigível a longo prazo.

Formalizando,

$$\text{Liquidez geral} = \frac{\text{Ativo circulante} + \text{Realizável a longo prazo}^7}{\text{Passivo circulante} + \text{Exigível a longo prazo}}$$

COMENTÁRIOS ADICIONAIS

Admite-se em princípio, que em condições normais tal índice não poderá ser inferior a 1, salvo em casos especiais em que a empresa tenha comprometida sua estrutura financeira a curto prazo (dívida de curto prazo superior aos direitos de curto prazo).

Se o índice for maior que 1, por exemplo, 1,18, significa que a empresa consegue pagar suas dívidas, com sua liquidação e ainda possui um excedente ou margem (folga financeira) de 18%.

Ao contrário, se o índice for menor que 1, o ativo existente não é suficiente para que a empresa consiga pagar suas exigibilidades, obrigações, com sua liquidação. Por isso, a empresa dependerá de lucros futuros, renovação de dívidas, ou vendas de ativo fixo para poder pagar suas obrigações.

O aumento da liquidez pode ser obtido, *ceteris paribus*, com o aumento das vendas, que seria contabilizado no ativo da empresa, aumentando o valor do ativo. Por sua vez, se as dívidas, obrigações da empresa elevam-se, *ceteris paribus*, o passivo da empresa irá aumentar, causando uma diminuição da liquidez geral.

LIQUIDEZ CORRENTE

INSTITUIÇÃO E PUBLICAÇÃO

Exame - Exame Melhores e Maiores

Gazeta Mercantil - Balanço Anual Gazeta Mercantil

⁷ Ver glossário

CONCEITO

A liquidez corrente avalia a capacidade da empresa para pagar suas obrigações de curto prazo, que podem ser: duplicatas a pagar, dividendos, impostos e contribuições sociais, empréstimos de curto prazo. Mede quanto a empresa possui no ativo circulante para cada unidade de passivo circulante.

METODOLOGIA

Este índice também é calculado a partir dos dados fornecidos pelas demonstrações contábeis levantadas pelas empresas. A liquidez corrente é calculada pela divisão do ativo circulante pelo passivo circulante.

Formalizando,

$$\text{Liquidez corrente} = \frac{\text{Ativo circulante}^8}{\text{Passivo circulante}}$$

COMENTÁRIOS ADICIONAIS

Se o quociente for maior que 1, significa que a empresa mantém uma margem de segurança financeira. O excesso em relação ao 1, deve-se à existência do capital circulante líquido (ver glossário).

Um fator de grande importância para o aumento da liquidez corrente é o aumento das vendas, se estas gerarem créditos, disponibilidades até no período máximo de um ano, o ativo circulante crescerá e assim, a liquidez corrente aumentará.

Se observarmos a liquidez periodicamente (quinzenal, mensal), nos seus diversos graus, teremos informações importantes sobre a evolução da capacidade financeira das empresas; além disso, poderemos ter um conhecimento prévio de eventuais dificuldades e o equacionamento de problemas financeiros.

⁸ Ver glossário

1.6. Indicadores de endividamento

Os recursos das empresas para novos investimentos ou para financiamento de capital de giro são provenientes de duas fontes: capitais próprios ou de terceiros. O estudo dessas duas origens de fundos é importante para assegurar uma perfeita harmonia na estrutura de capitais da empresa.

A empresa utiliza-se de recursos de terceiros para ter maior capacidade de expansão dos negócios, mas essa procura por capital externo possui limites. Segundo Kalecki, a limitação do tamanho de uma firma depende em grande parte do capital da empresa, isto é, “a quantidade de capital que a firma possui”.

O acesso de uma firma ao mercado de capitais, ou, o volume de capital que pode esperar obter dos investidores, é determinado em grande parte pelo volume de capital dessa empresa. Se, por exemplo, uma firma tentasse recorrer à emissão de títulos, e esta emissão for desproporcional ao capital da empresa, ela não conseguiria subscrição total.

Além disso, muitas empresas não se dispõem a recorrer ao uso de todas as potencialidades do mercado de capitais, devido ao risco crescente que a expansão envolve. Isto ocorre, pois quanto maior o investimento em relação ao capital da empresa, maior será a redução da renda do empréstimo em caso de fracasso dos negócios.

Sendo assim, o tamanho da firma parece circunscrito pelo volume do capital da empresa tanto através de sua influência na capacidade de conseguir capital emprestado, como através de seu efeito no grau de risco.

Os índices de endividamento permitem-nos avaliar o grau de comprometimento financeiro de curto e longo prazos de uma empresa perante seus credores (principalmente instituições financeiras) e sua capacidade em cumprir os compromissos financeiros assumidos a longo prazo.

Nesta monografia utilizaremos para nosso estudo os índices de endividamento geral e endividamento a longo prazo.

ENDIVIDAMENTO GERAL

INSTITUIÇÃO E PUBLICAÇÃO

Exame - Exame Melhores e Maiores

Gazeta Mercantil - Balanço Anual Gazeta Mercantil

CONCEITO

O endividamento geral mede a participação de recursos financiados por terceiros.

METODOLOGIA

O índice é calculado com base nos dados fornecidos pelas demonstrações contábeis levantadas pelas empresas. O endividamento geral é calculado pela soma do exigível a longo prazo e a curto prazo, inclusive duplicatas descontadas, dividida pelo ativo total (que é o total de recursos financiados por terceiros) em percentagem. (ver glossário)

Formalizando,

$$\text{Endividamento geral} = \frac{\text{Exigível a L.P.} + \text{Ex. C.P.} + \text{dup. desc.}}{\text{Ativo total}}$$

COMENTÁRIOS ADICIONAIS

O endividamento geral é um indicador do risco da empresa, tanto as empresas, quanto os credores observarão a evolução desse índice. Se o mercado considera o índice de uma empresa elevado, essa empresa terá dificuldades para adquirir crédito. Por sua vez, a própria empresa tenderá a manter o índice num patamar em que o mercado não o considere elevado.

O exigível a longo prazo mostra a quantidade de empréstimos externos que a firma adquiriu, assim se os empréstimos externos da empresa aumentarem, haverá um aumento do endividamento. O aumento do exigível a curto prazo,

através da aquisição de, por exemplo, empréstimos bancários de curto prazo, provocará um aumento do índice de endividamento.

ENDIVIDAMENTO A LONGO PRAZO

INSTITUIÇÃO E PUBLICAÇÃO

Exame - Exame Melhores e Maiores

CONCEITO

O endividamento geral mostra a percentagem de dívidas a longo prazo que a empresa possui. É um indicador importante, pois permite-nos conhecer o grau de comprometimento da empresa em relação aos credores.

METODOLOGIA

O índice é calculado com base nos dados fornecidos pelas demonstrações contábeis levantadas pelas empresas. O endividamento a longo prazo é o exigível a longo prazo dividido pelo ativo total, em percentagem. (ver glossário)

Formalizando,

$$\text{Endividamento a L.P.} = \frac{\text{Exigível a L.P.}}{\text{Ativo total}}$$

COMENTÁRIOS ADICIONAIS

A diminuição desse índice pode se dar com o pagamento dos juros de alguma dívida de longo prazo, com a repactuação de dívidas, diminuição da taxa de juros em função da política macroeconômica, variação do câmbio e empréstimos externos, oferta de crédito, pois haveria a diminuição do exigível a longo prazo.

Se temos calculados o endividamento geral e também o endividamento a longo prazo, podemos, através da diferença desses dois índices obter a

percentagem de endividamento a curto prazo. O cálculo será feito com base nos dados fornecidos pela Revista Exame.

Formalizando,

$$\text{Endividamento geral} = \frac{\text{Exigível C.P.} + \text{Exigível L.P.}}{\text{Ativo}}$$

$$\text{Endividamento longo prazo} = \frac{\text{Exigível L.P.}}{\text{Ativo}}$$

portanto,

$$\text{Endividamento C.P.} = \text{Endividamento geral} - \text{Endividamento L.P.}$$

CONCLUSÃO

Com o cálculo dos índices de endividamento podemos conhecer a temporalidade das dívidas das empresas, isto é, se são de curto ou longo prazos, além disso, podemos verificar o nível de comprometimento geral da empresa em relação a sua capacidade de pagamento.

O estudo dos indicadores de liquidez e endividamento mostra-nos se as empresas procuram ou não fontes de financiamento externo e qual foi a evolução dessa procura por financiamento externo.

GLOSSÁRIO

Ativo circulante: engloba as disponibilidades, créditos, estoques e despesas antecipadas realizáveis no exercício social subsequente, o que os caracteriza como de realização em até um ano.

As disponibilidades são o dinheiro em mãos da empresa, os depósitos bancários à vista e as aplicações de imediata conversibilidade em dinheiro. Os créditos compreendem os valores a receber das vendas efetuadas pela empresa. Os estoques compreendem produtos e materiais de propriedade da empresa.

As despesas antecipadas referem-se a recursos aplicados em itens que, sabida e objetivamente, se referem a serviços ou benefícios que devem ser usufruídos no exercício seguinte; é o caso dos prêmios de seguros, dos pagamentos de anuidades de revistas, etc.

Ativo realizável a longo prazo : compreende teoricamente as mesmas contas do Ativo Circulante (com exceção das Disponibilidades) cujo prazo de realização seja superior a um ano ou ao ciclo operacional se este for superior a um ano.

Esses realizáveis se constituem provisão, mas não com base no valor de mercado na data do balanço, e sim como fundamento nas expectativas de perdas futuras no seu recebimento.

Passivo circulante: empréstimos bancários, fornecedores, provisões e contas a pagar, provisão para imposto de renda e dividendos propostos têm a mesma característica de disponibilidade, duplicatas a receber e outras. De um ponto de vista financeiro, no sentido literal de caixa, essas contas precisariam ser analisadas muito mais detalhadamente, para que fossem identificadas origens de recursos (nesse caso, só empréstimos bancários provocariam entrada de caixa) e aplicações (o pagamento de todas representaria desembolso). Em sentido amplo, todas interferem no fluxo financeiro. São todas integrantes do capital circulante líquido; por isso, seus acréscimos representam reduções desse item, e suas diminuições representam acréscimo ao capital de giro líquido.

O Capital Circulante Líquido (CCL) representa, de maneira geral, o valor líquido das aplicações (deduzidas das dívidas a curto prazo) processadas no ativo (capital) circulante da empresa.

$$\text{CCL} = \text{ativo circulante} - \text{passivo circulante}$$

Segundo um enfoque rigoroso, o capital circulante líquido representa normalmente a parcela dos recursos de longo prazo (recursos permanentes) aplicada em itens ativos de curto prazo (circulantes). O CCL representa a parcela do financiamento total de longo prazo que excede as aplicações também de longo prazo.

Exigível a longo prazo: quanto aos empréstimos a longo prazo, quer de origem nacional ou estrangeira, a situação difere, pois normalmente provocam juros que têm reflexos financeiros de forma imediata ou a curto prazo, mas não provocam variações monetárias.

Ativo total: é a soma da ativo circulante e do ativo permanente. O ativo permanente é representado pelo investimento da empresa em ações de outras empresas, pelo imobilizado (incentivos fiscais, máquinas e equipamentos) e diferido que são as despesas pré-operacionais.

CAPÍTULO 2 - OS INDICADORES DE LIQUIDEZ E ENDIVIDAMENTO DAS 25 MAIORES EMPRESAS PRIVADAS NACIONAIS

2.1 INTRODUÇÃO

No primeiro capítulo foram apresentadas algumas visões sobre as formas de financiamento de uma empresa, isto é, o financiamento feito com recursos internos e/ou com recursos externos. Vimos também, os fatores que influenciam nas decisões de uma empresa em relação às formas de financiamento, por exemplo, a lucratividade, tamanho da firma, grau de endividamento.

Este segundo capítulo será um trabalho de coleta de dados, que nos fornecerá informações importantes sobre as condições financeiras das 25 maiores empresas privadas nacionais de capital aberto no período de 1989 - 1993. Na primeira parte do capítulo será feita a descrição das tabelas; na segunda parte, haverá a comparação entre as tabelas, para que possamos estudar as mudanças ocorridas anualmente com os índices.

2.2. Organização das tabelas

Os dados das tabelas estão agrupados anualmente, as mudanças são computadas ano a ano. As empresas estão ordenadas conforme seu resultado anual, este posicionamento depende das variações que ocorreram no valor do total vendido pelas firmas. As tabelas 1 a 5 também nos informam em qual Estado do Brasil estão situadas as matrizes das empresas e qual o setor que cada firma opera, e seus dados estão expressos em US\$ mil. (Exame Melhores e Maiores)

A receita operacional bruta de uma empresa é decorrência do número de unidades vendidas vezes o preço unitário do seu produto¹. O faturamento

¹ Silva, P.José. Análise Financeira das Empresas, pg 80.

representa o ingresso bruto de recursos externos provenientes das operações normais de venda a prazo ou a vista, no mercado nacional e exterior, de produtos, mercadorias ou serviços. As receitas em dólares são as receitas fornecidas pelas empresas a partir do questionário especial enviado por Melhores e Maiores, especificadas mês a mês. As receitas foram divididas pelo IGP (FGV), coluna 2 do mês, e depois somadas e transformadas em dólares ao câmbio de venda do último dia de dezembro.

O Patrimônio Líquido é composto pelos recursos dos acionistas formados por Capital - dinheiro ou bens - entregues pelos acionistas à empresa ou por lucros gerados pela empresa e retidos em diversas contas de reservas ou de lucros acumulados. Às vezes, podem existir entradas do tipo doações ou subvenções recebidas de terceiros. O Patrimônio Líquido mede a riqueza da empresa. O Lucro Líquido é o resultado do exercício, depois de descontada a provisão para o imposto de renda. Capital de Giro Próprio são os recursos que a empresa possui para o financiamento de suas atividades. Seu valor é encontrado pela diferença entre o patrimônio líquido e o ativo fixo. Seu valor ideal é ser superior a zero e representar pelo menos 5% das receitas da empresa.

TABELA 1

Tabela 1: das 25 maiores empresas privadas nacionais ano: 1989					
Empresas	Setor	Receitas	Patrimônio Líquido	Lucro Líquido	Capital de Giro Próprio
Andrade Gutierrez	Construção pesada	1 002 884	1 039 086	85 950	685 848
Odebrecht (BA)	Construção pesada	1 039 879	423 171	102 710	156 865
Pão de Açúcar (SP)	Supermercados	1 726 146	177 345	21 796	24 947
Copersucar (SP)	Alimentos	1 628 067	3 642	33 785	-752
Varig (RS)	Serviços de transporte	1 429 458	577 212	-187 137	-1 141 927
Ipiranga (RJ)	Distribuição de petróleo	1 152 329	118 045	8 380	9 286
C.R.Almeida (PR)	Construção pesada	1 143 075	634 486	100 131	335 652
Camargo Correa (SP)	Construção pesada	749 972	921 547	96 179	444 166
CBPO (SP)	Construção pesada	537 028	250 914	57 650	148 162
CAC (SP)	Agropecuária	791 836	275 994	264	-29 314
Copene (BA)	Química e petroquímica	784 938	1 475 121	117 283	-9 542
Mendes Júnior (MG)	Construção pesada	675 788	258 690	-58 810	173 048
Brahma (RJ)	Bebidas e fumo	706 956	243 859	19 877	-20 897
Lojas Americanas (RJ)	Comércio varejista	693 789	126 902	15 560	53 889
Sendas (RJ)	Supermercados	642 446	72 283	7 555	10 246
Coamo (PR)	Agropecuária	643 202	100 893	15 792	44 677
CBA (SP)	Metalurgia	613 192	436 384	96 028	195 401
Brastemp (SP)	Eletroeletrônica	598 388	169 150	16 709	66 142
Casas da Bahia (RJ)	Supermercados	548 776	101 610	-8 642	-31 185
Bompreço (PE)	Supermercados	543 722	49 659	2 604	-4 029
Sadia Concórdia (SC)	Alimentos	526 415	170 665	14 571	38 298
São Paulo Alpargatas(SP)	Confecções	496 981	237 701	10 527	67 795
Suzano (SP)	Papel e celulose	491 006	616 271	74 269	43 693
Dados fornecidos pela Revista Exame Melhores e Maiores / agosto 1989					

TABELA 2

Tabela 2: das 25 maiores empresas privadas nacionais ano :1990					
Empresas	Setor	Receitas	Patrimônio Líquido	Lucro Líquido	Capital de Giro Próprio
Pão de Açúcar	Supermercados	2 425 172	234 790	50 512	-33 120
Copersucar	Alimentos	2 043 055	212 299	38 425	161 905
Odebrecht	Construção pesada	1 976 632	495 629	69 949	264 583
Varig	Serviços de transporte	1 880 637	628 854	73 042	-1 018 943
Camargo Correa	Construção pesada	1 257 037	1 155 454	106 848	482 289
C.R.Almeida	Construção pesada	1 144 836	NI	NI	NI
Ipiranga	Distribuição de petróleo	1 087 682	126 027	4 036	7 521
Lojas Mesbla	Comércio varejista	1 071 176	43 771	-6 738	-22 828
Lojas Americanas	Comércio varejista	994 776	162 529	50 273	43 317
Sendas	Supermercados	992 260	82 072	16 938	-30 802
Andrade Gutierrez	Construção pesada	982 887	1 124 228	30 105	806 551
Paes Mendonça	Supermercados	934 577	101 704	27 303	9 821
Brahma	Bebidas e fumo	779 044	330 245	36 406	-20 479
Brastemp	Eletroeletrônica	762 771	195 650	34 043	40 203
CBPO	Construção pesada	753 425	291 815	58 682	178 415
Copene	Química e petroquímica	733 672	1 697 248	136 703	-183 341
Mendes Júnior	Construção pesada	722 453	263 873	2 746	181 905
Bompreço	Supermercados	714 434	61 412	10 065	-4 023
São Paulo Alpargatas	Confecções	692 938	265 406	30 431	67 558
Sadia Concórdia	Alimentos	688 945	229 560	37 516	23 091
Casas da Bahia	Supermercados	663 058	102 423	-4 811	-35 814
CBA	Metalurgia	604 140	600 668	157 856	238 811
Suzano	Papel e celulose	525 140	736 272	82 747	94 868
Coamo	Agropecuária	510 889	133 285	25 913	53 098
CAC	Agropecuária	NI	NI	NI	NI
Dados fornecidos pela Revista Exame Melhores e Maiores / agosto 1990					

TABELA 3

Tabela 3: das 25 maiores empresas privadas nacionais ano :1991					
Empresas	Setor	Receitas	Patrimônio Líquido	Lucro Líquido	Capital de Giro Próprio
Pão de Açúcar	Supermercados	1 730,4	100,6	-47	-176,2
Copersucar	Alimentos	1 582,6	200,7	-27,4	161
Varig	Serviços de transporte	1 528,5	590,8	-139,6	-930,4
C.R.Almeida	Construção pesada	1 345,0	1 178,3	352,4	878,9
Odebrecht	Construção pesada	1 241,0	383,7	90	207,2
Paes Mendonça	Supermercados	1 224,4	17,4	-46,7	-107,6
Ipiranga	Distribuição de petróleo	1 188,2	91	171	6,7
Andrade Gutierrez	Construção pesada	1 176,4	1 474,4	46,4	1 104,4
Lojas Americanas	Comércio varejista	928,4	102,6	-2,3	15,5
Brahma	Bebidas e fumo	896,6	247,7	69,6	-8
CAC	Agropecuária	826,8	255,3	-0,9	-80,5
Sadia Concórdia	Alimentos	805,5	168,5	33,3	-9,9
Sendas	Supermercados	737	46,7	-5,8	-37,3
Lojas Mesbla	Comércio varejista	736,2	1,5	-40,4	-51,6
Bompreço	Supermercados	678,8	114	2,1	-16,4
Copene	Química e petroquímica	665,3	1 130,4	72,3	-301,1
Brastemp	Eletroeletrônica	628,3	128,3	3,4	3
Mendes Júnior	Construção pesada	550,6	340,7	2,1	112,8
Camargo Correa	Construção pesada	543,7	885,9	51,2	363,2
São Paulo Alpargatas	Confeccões	535,5	204	21,1	62,6
Coamo	Agropecuária	528,7	83,3	2,3	3,5
CBPO	Construção pesada	520	266,8	109,3	207,2
Casas da Bahia	Supermercados	492,2	32,3	-32,4	-51,3
Suzano	Papel e celulose	441,2	634,3	48,4	52,6
CBA	Metalurgia	424,9	439	57,2	157,5
Dados fornecidos pela revista Exame Melhores e Maiores / agosto 1991					

TABELA 4

Tabela 4: das 25 maiores empresas privadas nacionais ano: 1992					
Empresas	Setor	Receitas	Patrimônio Líquido	Lucro Líquido	Capital de Giro Próprio
Varig	Serviços de transporte	1 702,8	604,3	-336,7	-1 213,10
C.R.Almeida	Construção pesada	1 297,5	1 035,4	-138,5	751,8
Copersucar	Alimentos	1 224,1	431,9	19,7	196,1
Paes Mendonça	Supermercados	1 168,7	75,1	-15,5	-74,5
Pão de Açúcar	Supermercados	1 099,5	215,6	3,5	-142,9
Ipiranga	Distribuição de petróleo	1 061,4	153,2	-10,6	8
Odebrecht	Construção pesada	1 038,8	555,1	84,1	255,4
Brahma	Bebidas e fumo	889,8	527,1	73,1	32,8
CAC	Agropecuária	803,2	515,6	0,4	-55,7
Sadia Concórdia	Alimentos	763,4	271,5	29,5	6,9
Andrade Gutierrez	Construção pesada	720	1 397,2	19,6	1 123,4
Lojas Americanas	Supermercados	688,9	185	5,9	15,9
Mendes Júnior	Construção pesada	593,8	412,9	12	298,1
Copene	Química e petroquímica	587	1 887,3	-59,8	-648,2
Camargo Correa	Construção pesada	584,7	1 246,9	-6,5	507,6
Sendas	Supermercados	550,5	87,7	-1,2	-50,4
Bompreço	Supermercados	531,4	102,4	0,7	1,2
Lojas Mesbla	Comércio varejista	510,4	38,6	-10	-59,2
Brastemp	Eletroeletrônica	491,5	202	-38,2	0,3
Coamo	Agropecuária	435,8	128,6	6,4	17,0
Suzano	Papel e celulose	416,7	986	20,4	68,5
CBPO	Construção pesada	414,5	423,5	87,5	263,5
CBA	Metalurgia	396,3	639,6	13,1	129,1
São Paulo Alpargatas	Confecções	313,1	290	-37,7	39,3
Casas da Bahia	Supermercados	NI	NI	NI	NI
Dados fornecidos pela Revista Exame Melhores e Maiores / agosto 1992					

TABELA 5

Tabela 5: das 25 maiores empresas privadas nacionais ano: 1993					
Empresas	Setor	Receitas	Patrimônio Líquido	Lucro Líquido	Capital de Giro Próprio
Varig	Serviços de transporte	2 131,5	310,8	-330,6	-1 516,20
C.R.Almeida	Construção pesada	2 041,1	1 081,7	-89,2	854,4
Copersucar	Alimentos	1 365,5	763,4	9	680,7
Ipiranga	Distribuição de petróleo	1 321,1	178,3	16,2	24,4
Odebrecht	Construção pesada	1 257,9	657,5	59,9	332,7
Pão de Açúcar	Supermercados	1 184,9	274,3	46	-184,7
Paes Mendonça	Supermercados	1 122,9	NI	NI	NI
Sadia Concórdia	Alimentos	907,4	286,9	1,2	-6,5
Brahma	Bebidas e fumo	890,2	620,6	59,6	75,1
Copene	Química e petroquímica	867,8	2 028,2	3,8	-835,8
Andrade Gutierrez	Construção pesada	851,7	1 405,1	31,9	1 189,1
CAC	Agropecuária	851,4	429,8	0,2	-127,3
Lojas Americanas	Comércio varejista	725,6	205,6	10,4	29,3
Sendas	Supermercados	696,8	95,4	3,1	-54
Bompreço	Supermercados	527,4	103,1	-4,5	1,6
Camargo Correa	Construção pesada	520,4	1 283,5	24,2	612,9
Lojas Mesbla	Comércio varejista	489,9	-22,4	-63,3	-110,1
Mendes Júnior	Construção pesada	489	541,1	4	315,2
CBPO	Construção pesada	484,9	382,7	27,1	266,8
Brastemp	Eletroeletrônica	446,7	203,1	-25,3	1,7
CBA	Metalurgia	436,7	700	18,1	167,6
Suzano	Papel e celulose	407,6	1 013,2	19,7	-24,5
Coamo	Agropecuária	388,7	153,3	19,1	36,7
São Paulo Alpargatas	Confecções	338,3	224,5	-83,2	22,1
Casas da Bahia	Supermercados	NI	NI	NI	NI
Dados fornecidos pela Revista Exame Melhores e Maiores / agosto 1993					

TABELA 6

Ordem das 25 maiores empresas privadas nacionais no período 1989 - 1993					
Ordem	1989	1990	1991	1992	1993
1	Andrade Gutierrez	Pão de Açúcar	Pão de Açúcar	Varig	Varig
2	Odebrecht	Copersucar	Copersucar	C.R.Almeida	C.R.Almeida
3	Pão de Açúcar	Odebrecht	Varig	Usiminas	Usiminas
4	Copersucar	Varig	C.R.Almeida	Copersucar	Copersucar
5	Varig	Camargo Correa	Odebrecht	Paes Mendonça	Ipiranga
6	Ipiranga	C.R.Almeida	Paes Mendonça	OAS	Odebrecht
7	C.R.Almeida	Ceval	OAS	Pão de Açúcar	Pão de Açúcar
8	Camargo Correa	Ipiranga	Ipiranga	Ipiranga	Paes Mendonça
9	CBPO	Lojas Mesbla	Andrade Gutierrez	Odebrecht	Sadia Concórdia
10	CAC	Lojas Americanas	Lojs Americanas	Brahma	Brahma
11	Copene	Sendas	Brahma	Ceval	Copene
12	Mendes Júnior	Andrade Gutierrez	Ceval	CAC	Andrade Gutierrez
13	Brahma	Paes Mendonça	CAC	Sadia Concórdia	CAC
14	Lojas Americanas	Agrícola de Cotia	Sadia Concórdia	Andrade Gutierrez	Ceval
15	Sendas	OAS	Encol	Lojas Americanas	OAS
16	Lojas Mesbla	Brahma	Casa Bahia	Encol	Encol
17	Paes Mendonça	Brastemp	Sendas	Mendes Júnior	Lojas Americanas
18	Coamo	CBPO	Lojas Mesbla	Copene	Sendas
19	CBA	Copene	Bompreço	Camargo Correa	NEC do Brasil
20	Brastemp	Mendes Júnior	Copene	Sendas	Ericsson
21	Casas da Bahia	Bompreço	Brastemp	Bompreço	Cosigua
22	Bompreço	São Paulo Alpargatas	Commerce	Lojas Mesbla	Bompreço
23	Sadia Concórdia	Commerce	Consul	Casas Bahia	Camargo Correa
24	São Paulo Alpargatas	Sadia Concórdia	Mendes Júnior	Brastemp	VASP
25	Suzano	Casas da Bahia	Casas Pernambucanas	Perdigão Agroindustrial	J.B.Duarte

As empresas privadas nacionais que fazem parte da amostra utilizada nesta monografia, são aquelas, que no ano de 1989 estiveram na ordem das 25 maiores empresas nacionais. Podemos observar que durante o período de 1989 - 1993, algumas empresas não permaneceram dentro da ordem das 25 maiores.

Em 1990, apenas 4 empresas estão fora da ordem das 25 maiores, a saber: CAC, Coamo, CBA e Suzano. Estas representam 16% da amostra, portanto 84% da amostra está dentro da ordem. Em 1991, 6 firmas (24%) , a saber: Camargo Correa, Suzano, CBPO, Coamo, CBA e Casas da Bahia estão fora da colocação das 25 maiores, nesse caso, 76% das empresas estão contidas na ordem. Em 1992, 5 empresas (20%) estão fora, são elas: CBPO, Coamo, CBA, São Paulo Alpargatas e Suzano, portanto 80% das firmas fazem parte das 25 maiores. Em 1993, 8 firmas (32%) não se encontram na ordem, a saber: CBPO, Mendes Júnior, Lojas Mesbla, Coamo, CBA, Brastemp, São Paulo Alpargatas e Suzano, portanto 68% da amostra é válida.

Durante os anos de 90,91 e 92, a representatividade da amostra manteve-se acima dos 75%, apenas no ano de 93, a representatividade foi reduzida para 68%. Existe uma mudança na composição da amostra, mas esta não gera uma descontinuidade que desfavoreça o estudo sobre a evolução do índices.

2.3. Descrição de resultados

Para proceder nosso estudo sobre a evolução do índice de endividamento, precisamos comparar os resultados de cada tabela, para avaliarmos as mudanças ocorridas anualmente. E a partir desse trabalho comparativo das tabelas, será possível verificarmos qual a influência da política macroeconômica nas decisões empresariais e poderemos fazer uma tentativa de interpretação da causa das mudanças ocorridas. Isto será objeto de estudo do terceiro capítulo.

Os índices a serem analisados são: liquidez geral, liquidez corrente, endividamento geral e endividamento a longo prazo, rentabilidade do patrimônio e rentabilidade das vendas. Os índices de liquidez procuram medir quão sólida é a base financeira da empresa. Os índices de endividamento permitem-nos avaliar o grau de comprometimento financeiro de curto e longo prazos de uma firma perante seus credores, e sua capacidade de cumprir os compromissos

financeiros assumidos a longo prazo (Os indicadores de liquidez e endividamento estão explicados mais detalhadamente no capítulo 1).

Os indicadores de endividamento geral e a longo prazo, possuem o critério de quanto menor melhor, pois a empresa terá um menor comprometimento financeiro de curto e longo prazos perante seus credores.

A Rentabilidade do Patrimônio mede o retorno do investimento aos acionistas. A Rentabilidade das Vendas mede o Lucro Líquido em relação às vendas, já ajustadas para o final do exercício.

TABELA 7

Índice de Liquidez Geral das 25 maiores empresas privadas nacionais					
Empresas	Ano				
	1989	1990	1991	1992	1993
Andrade Gutierrez	3,61	4,04	4,83	5,49	5,31
Odebrecht	1,65	1,83	1,82	2,09	2,13
Pão de Açúcar	1,08	0,9	0,53	0,5	0,52
Copersucar	1,63	2,25	2,27	2,61	3,16
Varig	0,27	0,33	0,42	0,36	0,29
Ipiranga	1,13	1,1	1,08	1,12	1,35
C.R.Almeida	4	NI	25,2	18,89	11,93
Camargo Correa	3,34	2,76	2,35	2,71	2,57
CBPO	2,09	2,12	1,85	2,32	2,12
CAC	0,89	NI	0,84	0,89	0,83
Copene	0,96	0,65	0,5	0,24	0,2
Mendes Júnior	1,25	1,26	1,13	1,6	1,63
Brahma	0,77	0,81	0,96	1,17	1,35
Lojas Americanas	1,33	1,21	1,13	1,12	1,13
Sendas	0,71	0,77	0,59	0,51	0,53
Lojas Mesbla	1,06	0,88	0,73	0,61	0,44
Paes Mendonça	1,13	1,06	0,6	0,56	NI
Coamo	1,73	1,6	1,03	1,05	1,31
CBA	2,96	2,73	3,92	4,01	4,28
Brastemp	1,81	1,32	1,03	1	1,02
Casas da Bahia	0,7	0,67	0,42	NI	1,21
Bompreço	0,93	0,95	0,81	1,02	1,02
Sadia Concórdia	1,43	1,16	0,95	1,04	0,98
São Paulo Alpargatas	1,91	1,57	1,65	1,47	1,21
Suzano	1,35	1,73	1,49	1,77	0,88
Dados fornecidos pela Revista Exame Melhores e Maiores					

Em 90, 12 empresas (52,17% do total) diminuíram a liquidez geral, em relação ao ano de 1989; as 11 empresas restantes (47,82%) tiveram sua liquidez geral aumentada. Em 91, ocorreu o mesmo processo, pois 18 firmas (72%) diminuíram esse índice; apenas 7 firmas tiveram crescidos tal indicador. Observa-se um movimento contrário em 92: 14 empresas (58,33%) aumentaram a liquidez geral, enquanto que 10 (41,6%) empresas a reduziram. No ano 93, uma firma manteve

o índice inalterado, 11 (47,82%) reduziram e 10 (43,47%) aumentaram tal indicador.

TABELA 8

Índice de Liquidez Corrente das 25 maiores empresas privadas nacionais					
	Ano				
Empresas	1989	1990	1991	1992	1993
Andrade Gutierrez	3,9	6,96	18,26	17,75	20,59
Odebrecht	2,42	3,89	2,79	5,77	2,14
Pão de Açúcar	1,04	0,89	0,55	0,76	0,97
Copersucar	1,63	2,21	2,23	2,57	3,09
Varig	0,64	0,55	0,73	0,58	0,45
Ipiranga	1,06	1,06	1,02	0,98	1,33
C.R.Almeida	14,42	NI	26	19,47	12,29
Camargo Correa	6,66	5,79	6,11	7,38	6,84
CBPO	5,11	2,12	4,14	4,88	5,14
CAC	1,03	NI	1,05	1,01	1,16
Copene	1,03	0,88	1,66	0,93	0,49
Mendes Júnior	1,17	2,35	2,04	3,25	3,33
Brahma	0,81	0,89	1,01	1,18	1,32
Lojas Americanas	1,24	1,26	0,98	1,15	1,2
Sendas	0,83	0,97	0,62	0,72	0,78
Lojas Mesbla	1,03	0,93	0,79	0,66	0,47
Paes Mendonça	1,13	1,09	0,67	0,6	NI
Coamo	2,2	2,05	1,3	1,18	1,42
CBA	3,15	2,8	2,69	4,16	4,18
Brastemp	1,9	1,41	1,12	1,16	1,21
Casas da Bahia	0,69	0,66	0,41	NI	NI
Bompreço	0,97	1,01	0,86	1,04	1,05
Sadia Concórdia	1,64	1,95	1,35	1,5	1,35
São Paulo Alpargatas	2,36	1,81	2,63	2,11	1,94
Suzano	2,13	2,47	1,72	2,04	2,86
Dados fornecidos pela Revista Exame Melhores e Maiores					

A trajetória do índice de liquidez corrente foi similar à do índice de liquidez geral, nos anos 90,91 e 92. Em 90, 12 firmas (52,17%) reduziram a liquidez corrente, uma manteve inalterada e 10 firmas (43,47%) aumentaram esse índice. No ano de 91, 15 empresas (60%) diminuíram e 10 empresas (40%) elevaram a

liquidez corrente. Em 92, o movimento foi contrário: 13 firmas (54,16%) aumentaram e 10 (41,6%) diminuíram esse indicador. Em 93, 15 empresas (65,21%) elevaram a liquidez corrente, enquanto que 8 (34,78%) reduziram o índice. Quanto maiores forem os índices de liquidez geral e corrente, melhor será a situação financeira da empresa.

TABELA 9

Índice de Endividamento Geral das 25 maiores empresas privadas nacionais					
	ANO				
Empresas	1989	1990	1991	1992	1993
Andrade Gutierrez	20,2	19,1	16,3	15,2	16,4
Odebrecht	36,3	39,1	39,7	29,7	30,9
Pão de Açúcar	60,8	59,1	78,8	57,1	58,5
Copersucar	80	65,3	66,3	35,4	29,2
Varig	73,1	70,6	73,1	75,7	87,2
Ipiranga	37,4	38,2	48,5	30,9	28,1
C.R.Almeida	15	NI	3	3,9	6,7
Camargo Correa	17,1	19,2	23,3	19,2	23,3
CBPO	35,1	35,4	47,6	32	38,3
CAC	49,9	NI	66,1	50,4	63,7
Copene	15,2	23,7	34,7	31,1	33,9
Mendes Júnior	73,1	72,2	71,2	49,1	48,2
Brahma	27,5	24,6	43	26,9	25,8
Lojas Americanas	56,6	56,3	53,6	41,2	52,3
Sendas	59,5	62,3	65,8	53,9	54,7
Lojas Mesbla	78,5	81,5	99,2	79,6	112,9
Paes Mendonça	52,8	61,7	93,9	69,4	NI
Coamo	37,9	40	60,8	51,1	44
CBA	18,6	18,7	10,9	6,3	6,8
Brastemp	32,5	39,3	41	35,4	30,9
Casas da Bahia	50,5	51,6	73,2	NI	NI
Bompreço	54,9	55,5	43	39	40,4
Sadia Concórdia	34,5	38,4	52,4	37,5	48,3
São Paulo Alpargatas	23,9	30,8	32,1	22,5	32
Suzano	16,9	15	14,5	8,3	17

Dados fornecidos pela Revista Exame Melhores e Maiores

Em 90, o endividamento geral aumentou para 15 firmas (65,21%) e diminuiu para 8 firmas (34,7%). O mesmo movimento aconteceu em 91, 18 empresas (72%) elevaram e 7 (28%) reduziram o índice. O ano de 92, foi marcado por uma evolução muito diferente da ocorrida nos outros anos, apenas 2 empresas (8,33%) aumentaram o indicador, enquanto que 22 firmas (91,66%) diminuíram

esse índice. Em 93, o movimento volta a ser similar aos anos 90 e 91, pois 17 (73,91%) elevaram e 6 (26,08%) reduziram o endividamento geral.

TABELA 10

Endividamento a Longo Prazo das 25 maiores empresas privadas nacionais					
	ANO				
Empresas	1989	1990	1991	1992	1993
Andrade Gutierrez	2,3	8,6	12,2	10,8	12,5
Odebrecht	12,3	21,5	14,4	20,3	9,5
Pão de Açúcar	0,7	2,6	11	24,6	29,7
Copersucar	0,1	0,1	0	0	0
Varig	43,8	36	38,1	39,4	45,8
Ipiranga	0	0	0,5	0,2	0,3
C.R.Almeida	10,9	NI	1,5	1,8	3
Camargo Correa	9,1	10,9	15,8	13,9	16,5
CBPO	21,8	19	30,3	18,6	25,4
CAC	6,7	NI	13,5	6,2	17,9
Copene	7,9	6,6	26,6	26,2	25,4
Mendes Júnior	19,9	46,6	41,7	25,8	25,8
Brahma	2,3	2,9	3,9	1,8	1,3
Lojas Americanas	2,4	3,6	3,5	6,4	7,5
Sendas	9,3	12,7	11,9	20,7	22,5
Lojas Mesbla	0	5,8	15	12,2	10,5
Paes Mendonça	1,1	1,6	10,7	3,9	NI
Coamo	8,7	9,1	13,2	7,2	5,9
CBA	1,2	0,7	0,7	0,5	0,3
Brastemp	2,3	3,4	4	6,8	5,5
Casas da Bahia	0,2	1,2	1,7	NI	NI
Bompreço	2,5	3,8	2,4	5,2	5,4
Sadia Concórdia	8	17,2	17,2	15,4	13,7
São Paulo Alpargatas	8,1	6,4	14	9	13,7
Suzano	6,6	4,6	5,1	1,9	12,1
Dados fornecidos pela Revista Exame Melhores e Maiores					

Em 90, 15 firmas (65,21%) aumentaram, 6 (26,08%) diminuíram e 2 firmas (8,69%) mantiveram inalterados o endividamento a longo prazo. Em 91, 16 empresas (64%) elevaram, 7 (28%) reduziram e 2 inalteraram esse indicador. No ano de 92, o movimento foi o inverso, pois 15 firmas (62,5%) diminuíram, apenas

8 (33,33%) aumentaram e uma manteve inalterado o índice. Em 93, a trajetória foi similar aos anos 90 e 91, mas as percentagens de aumento em 93 foram menores se comparadas a esses anos, pois 13 empresas (56,52%) elevaram, 8 (34,78%) reduziram e 2 (8,69%) inalteraram o indicador de endividamento a longo prazo. Podemos observar que a evolução do endividamento geral e de longo prazo foi a mesma, ambos oscilaram numa mesma direção no decorrer do período em questão.

TABELA 11

Rentabilidade do Patrimônio (em %) das 25 maiores empresas privadas nacionais					
	ANO				
Empresas	1989	1990	1991	1992	1993
Andrade Gutierrez	8,3	2,7	3,1	1,4	2,3
Odebrecht	24,3	14,1	23,5	15,1	9,1
Pão de Açúcar	12,3	21,5	-46,7	1,6	16,8
Copersucar	31,8	18,1	-13,7	4,6	1,2
Varig	-32,4	11,6	-23,6	-55,07	-106,4
Ipiranga	7,1	3,2	18,8	-6,9	9,1
C.R.Almeida	15,8	NI	29,9	-13,4	-8,2
Camargo Correa	10,4	9,2	5,8	-0,5	1,9
CBPO	23	20,1	41	20,7	7,1
CAC	0,1	NI	-0,4	0,1	0
Copene	8	8,1	6,4	-3,2	0,2
Mendes Júnior	-22,7	1	0,6	2,3	0,7
Brahma	8,2	11	28,1	13,9	9,6
Lojas Americanas	12,3	30,9	-2,2	3,2	5,1
Sendas	9,2	20,6	-12,4	-1,4	3,2
Lojas Mesbla	31,9	-15,4	-2.772,2	-26	-100
Paes Mendonça	10,5	26,8	-268,8	-20,7	NI
Coamo	15,7	19,4	2,8	5	12,4
CBA	22	26,3	13	2,1	2,6
Brastemp	9,9	17,4	2,7	-18,9	-12,4
Casas da Bahia	-8,5	-4,7	-100,3	NI	NI
Bompreço	5,2	16,4	1,9	0,6	-4,4
Sadia Concórdia	8,5	16,3	19,8	10,9	0,4
São Paulo Alpargatas	4,4	11,5	10,3	-13	-37
Suzano	12,1	11,2	7,6	2,1	1,9
Dados fornecidos pela Revista Exame Melhores e Maiores					

Em 90, 15 firmas (65,21%) aumentaram e 8 (34,78%) diminuíram sua rentabilidade patrimonial (RT). Em 91, o movimento foi contrário, pois 17 empresas (73,91%) reduziram e apenas 6 (26,08%) elevaram esse indicador. No ano de 92, 13 firmas (54,16%) aumentaram e 11 (45,83%) diminuíram sua RT. Em 93, 12 empresas (52,17%) elevaram e 11 (47,82%) reduziram sua rentabilidade patrimonial.

TABELA 12

Rentabilidade das Vendas (em %) das 25 maiores empresas privadas nacionais					
Empresas	ANO				
	1989	1990	1991	1992	1993
Andrade Gutierrez	3,6	0,9	1,6	0,8	3,7
Odebrecht	5,3	2,5	7,2	7,1	4,8
Pão de Açúcar	1,3	2,1	-2,7	0,3	3,9
Copersucar	2,1	1,9	-1,8	1,6	0,1
Varig	-13,1	4,5	-9	-19,8	-15,5
Ipiranga	0,7	0,4	1,4	-1	1,2
C.R.Almeida	8,8	NI	20,6	-10,7	-4,4
Camargo Correa	9,9	6,5	4,7	-0,6	1,4
CBPO	6,5	6,3	12,4	9,8	5,6
CAC	0	NI	-0,1	0,1	0
Copene	14,9	19,4	10,8	-10	0,4
Mendes Júnior	-7,5	0,3	0,4	2,5	0,8
Brahma	2,8	4,4	7,4	7,8	6,7
Lojas Americanas	2,2	4,2	-0,2	0,9	1,4
Sendas	0,9	1,7	-0,8	-0,2	0,4
Lojas Mesbla	1,9	-0,6	-5,5	-1,7	-12,9
Paes Mendonça	1,2	2,6	-3,4	-1,3	NI
Coamo	2,5	4,1	0,5	1,3	4,9
CBA	15,7	26,3	13,2	3,1	4,2
Brastemp	2,8	3,9	0,6	-7,8	-5,7
Casas da Bahia	-1,6	-0,7	-6,9	NI	NI
Bompreço	0,5	1,3	0,3	0,1	-0,9
Sadia Concórdia	2,8	4,1	4	3,7	0,1
São Paulo Alpargatas	2,1	3,9	3,9	-12	-24,6
Suzano	15,1	14,8	12,2	6,2	4,8

Dados fornecidos pela Revista Exame Melhores e Maiores

A rentabilidade das vendas (RV) foi acrescida para 15 empresas (65,21%) e reduzida para 8 empresas (34,78%) no ano de 90. Movimento contrário observa-se em 91, pois 16 firmas (69,56%) diminuíram sua RV, enquanto que 6 (26,08%) aumentaram e uma manteve esse indicador inalterado. No ano de 92, 14 firmas (58,33%) diminuíram e 10 (41,66%) aumentaram sua RV. Em 93, 12 empresas (52,17%) elevaram e 11 (47,82%) reduziram a rentabilidade das vendas.

CAPÍTULO 3 - A ECONOMIA BRASILEIRA E A EVOLUÇÃO DO ENDIVIDAMENTO

3.1.INTRODUÇÃO

O primeiro capítulo desta monografia versou sobre as formas de financiamento das empresas, isto é, financiamento com recursos internos e/ou externos e, ainda quais fatores afetam as decisões quanto à forma de financiamento (grau de endividamento, liquidez, lucratividade).

No segundo capítulo foram construídas tabelas dos índices de endividamento, liquidez e rentabilidade, para que pudéssemos conhecer a evolução dos mesmos, verificando assim, quais mudanças ocorreram durante os anos 89 a 93.

Este terceiro capítulo procurará relacionar a situação da economia brasileira no período 1989 - 1993, com os dados dos capítulos anteriores. Primeiramente, veremos o que afeta as decisões de investimento, depois estudaremos qual foi o padrão de ajuste industrial na década de 80 e 90 e por último, analisaremos a evolução dos endividamento, relacionando-a com a economia brasileira.

3.2. DECISÃO DE INVESTIMENTO

As decisões empresariais de investimento, segundo a ótica keynesiana, dependem basicamente da conjugação de expectativas quanto à demanda futura dos produtos e à evolução das taxas de juros.¹

Como a decisão de investimentos é tomada antes de se colocar o produto no mercado, ela depende de expectativas quanto à demanda. Deixando outros aspectos de lado podemos afirmar que: se os indivíduos esperarem um crescimento da demanda, haverá investimento.

¹ Carvalho, Fernando J.C. A Não-Neutralidade da Moeda em Economias Monetárias de Produção. V.21.N.1 pp.11-40

A taxa de juros afeta a decisão de investimento da seguinte maneira: se os indivíduos esperarem movimentos adversos dos preços dos títulos (uma elevação da taxa de juros), é mais aconselhável reter moeda do que fazer investimento em ativos sujeitos a perdas de capital, nesse caso não existirá investimento produtivo.

A firma produz para multiplicar riqueza, o objetivo é aplicar dinheiro para obter mais dinheiro. O empresário só investirá se esperar que seu lucro monetário aumente, mesmo se este lucro representar uma quantidade menor de produto.

Toda empresa possui objetivos próximos e de longo prazos. Estes avaliam as oportunidades de produtos e mercados levando em consideração as tendências esperadas da indústria e da economia como um todo.²

Para tomar decisões a empresa baseia-se em alguns indicadores, como as taxas de juros, os índices de liquidez e endividamento, sendo que os dois últimos índices nos permite analisar a situação financeira da empresa.

Na década de oitenta e início dos 90, os investimentos realizados concentraram-se em aumentos marginais da capacidade de modernização. Algumas dados do BNDES podem ser tomados como "proxy" do comportamento dos investimentos, como afirma Mendonça Jorge (1992: 77):

"De acordo com o BNDES, principal banco de fomento do país, tanto as intenções de investimentos dos empresários (representadas pelas consultas feitas ao banco), quanto aos investimentos efetivos (dados pelos desembolsos do banco) apresentaram uma queda substancial em relação a meados da década de oitenta.

Em 91, as consultas representaram menos de um quarto do total de 1987 e mais da metade do total de 1988. Por sua vez, os desembolsos representaram menos de 50% do total de recursos destinados às empresas no período 1986-87".

A crise de 90-92 levou as empresas a promoverem um ajuste rigoroso, não somente em demissões em massa de mão-de-obra, mas também em movimentos

² Ansoff, Igor - A nova estratégia empresarial, cap 3 e 4.

de desinvestimento, tanto na capacidade produtiva, quanto em pesquisa e desenvolvimento.

As decisões das empresas e os índices de endividamento são afetados pelas políticas macroeconômicas. Para se fazer um estudo dos anos 89 a 93, é preciso levar em conta o que ocorreu com a política macroeconômica brasileira neste e no período imediatamente anterior, e como esta afetou as decisões empresariais e os índices. Este terceiro capítulo procurará estudar a evolução do endividamento das empresas relacionada com a economia brasileira.

3.3. O PADRÃO DE AJUSTE PRIVADO NACIONAL DA DÉCADA DE OITENTA E INÍCIO DOS ANOS 90.

A década de oitenta foi marcada pela reestruturação industrial dos países desenvolvidos. Nos anos 80, no Brasil, a forte crise cambial, a estagnação econômica com inflação crescente, a incerteza e os juros elevados, levaram as empresas privadas líderes a um processo de ajuste, cujas características são: retração dos investimentos, desendividamento deliberado e realização de receitas não-operacionais.³

No biênio 81/83, a diminuição do investimento e da produção do setor privado, deve-se à recessão interna, conjugada à elevação das taxas de juros, à incerteza quanto à sua evolução (que poderia comprometer a capacidade de pagamento futuro das dívidas assumidas) e à política econômica que visava obter saldos na balança comercial.⁴

Devido à política de obtenção de saldos na balança comercial, e à recessão da economia brasileira, as empresas privadas nacionais não conseguiam acumular capital, elas não dispunham de recursos acumulados para investir em ampliação da capacidade produtiva instalada. O total de recursos gerados eram utilizados

³ Coutinho G. Luciano, Ferraz João. Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira. pp 195.

⁴ Baptista, Margarida A.C. Política Industrial e Desestruturação Produtiva. In: Crise dos anos oitenta e o governo Collor. INCa 1. pp.219-274.

para a redução do grau de endividamento das empresas pressionadas pela elevação do patamar das taxas de juros.

O ajuste das empresas privadas brasileiras frente à crise também foi conseguido com elevação das margens de lucro, permitindo preservar a rentabilidade ao mesmo tempo que diminuía os riscos.

O governo também ajudou na manutenção da rentabilidade das empresas privadas nacionais com: a) a estatização da dívida externa; b) manutenção de um déficit público primário; c) elevação da relação câmbio/salários e a promoção das exportações. Além de manter linhas de crédito para o saneamento financeiro das empresas.

Os anos 84/85 são marcados por uma pequena recuperação da atividade econômica, alavancada pelo desempenho do setor exportador. O setor privado, com estratégias defensivas, canalizava os recursos gerados pela atividade produtiva para o mercado financeiro.

O plano Cruzado promoveu um aquecimento no mercado interno. Com a impossibilidade de obter ganhos financeiros de curto prazo, e com a expansão do crédito bancário, houve investimentos produtivos, mas apenas para aumentar marginalmente a capacidade produtiva. Estes investimentos só foram feitos por empresas de pequeno e médio portes.

Com o fracasso do plano Cruzado e dos planos econômicos seguintes, em 87/89, aumentou a adoção de comportamento defensivo por parte do setor privado. A instabilidade macroeconômica, a mudança contínua nas políticas macro e as expectativas de uma hiperinflação, davam uma característica de alto risco para as decisões de investimentos, devido ao alto grau de incerteza. Nesse contexto, a empresa privada nacional elevava o mark-up para manter sua rentabilidade, contraía suas dívidas ou investimentos produtivos, a manutenção da rentabilidade pode ser observada nas tabelas 11 e 12, do capítulo 2.

Enquanto os países desenvolvidos promoviam, nos anos 80, uma reforma estrutural, com avanços tecnológicos, o Brasil permaneceu estagnado, o que

representou um retrocesso a nível internacional, com o aumento das disparidades entre países desenvolvidos e subdesenvolvidos.

O Brasil entra nos anos 90, com um aprofundamento da crise da década de oitenta, de forte retração dos investimentos privados produtivos. Os investimentos realizados são para incrementos marginais de capacidade em modernização, principalmente no setor exportador, que é intensivo em mão-de-obra, recursos naturais e/ou energia.

O desempenho industrial ao longo do governo Collor representa o aprofundamento de uma trajetória já ocorrida na década anterior, com algumas alterações: a) os anos 80 foram caracterizados pela estagnação industrial. Em 90, a produção caiu em 8,66% e, em 91, 0,5%. (Baptista, 1993) : b) o biênio 90/91 foi marcado por oscilações expressivas no desempenho industrial combinadas às inflexões na política econômica.

Segundo Baptista, a retração dos investimentos se deve a algumas causas básicas, a saber:

“A abertura comercial, conjugada à forte recessão que se abate sobre a economia brasileira desde 1990 e à instabilidade cambial (observada até 1992), conduziu não só à retração do mercado corrente das empresas, como também ao aumento da incerteza empresarial a respeito do futuro ou, em outras palavras, ao encurtamento de seu horizonte de planejamento. Estes fatores, conjugados: à sustentação de patamares elevados de taxas de juros no contexto da política macroeconômica de estabilização adotada (o que deprimiu as possibilidades de utilização de recursos de terceiros como fontes de financiamento ao investimento) e à compressão das margens de lucro das empresas (o que comprimiu suas possibilidades de autofinanciamento), levou a um ajuste drástico dos planos de investimentos das empresas.” (Baptista, 1993)

A maneira como a política de abertura comercial foi implementada afetou de forma crucial a conduta de retração dos investimentos, pois conferiu aos preços dos produtos importados, conjugados ao *mix* tarifas/câmbio de *curto prazo*, a importância de ser parâmetro básico na tomada de decisões sobre a

internalização/externalização da produção - estas decisões envolvem a desativação de linhas de produção e sua possível substituição por produtos importados, gerando efeitos de longo prazo -, são ajustes de natureza estrutural. Isso causou uma contração da base industrial do país.

Portanto, o padrão de ajuste das empresas privadas foi o "enxugamento" das atividades produtivas. Tanto no que diz respeito à redução das atividades e mesmo eliminação de alguns segmentos destas indústrias, com a substituição de produtos fabricados localmente por importados. Quanto à tendência de concentração destas importações nos componentes, partes e peças de maior complexidade e sofisticação, de modo a incrementar o grau de atualização tecnológica dos produtos, viabilizando uma redução de preços para concorrer com os produtos importados.

Esse padrão de "enxugamento" proporcionou uma redução dos investimentos das empresas e mudanças estruturais na forma de produção das mesmas, diferentemente do ocorrido na década de 80. As mudanças estruturais foram dispensas massivas de mão-de-obra, desinvestimentos em capacidade produtiva e/ou em pesquisa e desenvolvimento e utilização de componentes importados.

3.4.A EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE ENDIVIDAMENTO

Devido à crescente instabilidade macroeconômica e à aceleração da inflação, as indústrias preferem um ajuste defensivo, com contração dos investimentos, estagnação da produção e diminuição da renda "per capita". A crise e paralisação do desenvolvimento induz à queda da taxa agregada do investimento (formação bruta de capital fixo), nos anos 80 e início dos 90.⁵

Podemos dividir o ano 1990 em três períodos, de acordo com o nível da produção industrial: o primeiro período, janeiro a abril, é caracterizado pela desordem e estagnação da atividade produtiva, em primeiro lugar devido às expectativas hiperinflacionárias do final do governo Sarney e depois pelo Plano

⁵ Coutinho G. Luciano, Ferraz C. João. Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira. pp 29 - 33

Collor, que diminuiu muito a liquidez das empresas, assim como mostram as tabelas 7 e 8 do capítulo 2; em 90, 52,17% das empresas diminuíram a liquidez geral e a liquidez corrente.

No segundo período, maio-agosto/90, houve uma melhora da produção industrial - aumento de 35,2% - em função do crescimento da demanda, intensificação do processo de conversão de cruzados novos (o que gerava uma maior liquidez na economia) por parte das empresas e pela recomposição dos estoques do comércio. O terceiro período é setembro-dezembro/90 - queda de 12,5% da produção industrial - devido ao resultado da política econômica (elevação dos juros e contração dos gastos públicos,etc) e às expectativas inflacionárias do setor empresarial.

Através dos dados das tabelas 9 e 10 do capítulo 2, podemos observar que em 90, 65,21% das empresas da amostra, elevaram seus índices de endividamento (geral e a longo prazo) em relação à 89. O aumento dos índices de endividamento é um resultado dos juros altos (característica do ano 90) e pode estar relacionado em menor grau, com a leve recuperação da produção industrial do período maio-agosto/90.

O ano de 91 é dividido em dois períodos, de acordo com o crescimento ou a diminuição da atividade produtiva: no primeiro semestre, o Plano Collor II impactou positivamente na produção industrial - os indicadores de desempenho foram positivos no segundo trimestre do ano -, devido à conjugação de uma redução na taxa de juros, congelamento de preços e formação de expectativas positivas com a liberação dos cruzados novos (estes cruzados novos foram confiscados pelo Governo na implantação do plano Collor I; com o plano Collor II havia a expectativa de que eles seriam devolvidos aos agentes econômicos, conferindo aos mesmos uma maior liquidez). Essa trajetória sofreu uma modificação no segundo semestre, com a nova política econômica de cunho fortemente recessivo, a frustração das expectativas de liberação dos cruzados novos e aumento do patamar inflacionário. A partir deste período o país mergulha numa recessão e as empresas privadas intensificam o caráter defensivo das suas

estratégias. Os empresários tinham a expectativa de "ajustar" a produção a níveis mais baixos e não esperam uma recuperação da produção.

Em 91, mais de 60% das empresas estudadas aumentaram o endividamento, podendo ser resultado da rolagem da dívida de 90 e também da elevação das taxas de juros, proporcionada pela política fortemente recessiva do segundo semestre de 91.

Em 92, a política econômica de caráter ortodoxo, continuou sendo uma política recessiva de juros altos, não tornando viável ao setor privado efetivar novos investimentos produtivos. Esse processo pode ser demonstrado pelas tabelas 9 e 10, que mostram a evolução dos índices de endividamento geral e de longo prazo. Em 92, houve uma redução desses índices, deixando em evidência que o setor privado não investia, pois não esperava uma recuperação da economia brasileira.

A indústria voltou a crescer em 93, mas este crescimento não conseguiu recuperar o nível de produção verificado no triênio 1987 - 89. Neste ano, os índices de endividamento voltaram a crescer, mostrando que os empresários esperavam uma recuperação da economia (ver tabelas 9 e 10 do capítulo 2).

Após a implantação do Plano Collor I, para continuarem atuantes as empresas fizeram alguns ajustes: redução dos níveis hierárquicos, reestruturação produtiva, concentração em produtos mais competitivos, devido à expectativa de abertura comercial. Assim, as empresas tiveram cautela nos investimentos em capital fixo, preferiram os investimentos em modernização, ao invés de aumentar a capacidade produtiva (ver tabela 1)⁶.

⁶ Coutinho G. Luciano, Ferraz C. João. Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira. pp197

TABELA 1

Amostra de empresas - Direção do investimento 1992

Tipo de investimento	% de respostas (número total de respondentes = 483)
Modernização	63
Ampliação	26
Ambos	11
* Fonte: Pesquisa de Campo do ECIB, 1992	

Nessas circunstâncias, não é estranho o fato de as empresas se apoiarem em recursos próprios para financiar seus investimentos. A indústria quase não procura formas de financiamento externo, como captar recursos no mercado externo, um campo restrito a poucas empresas. Essa situação é, ao mesmo tempo, negativa e positiva. De um lado, a simples utilização de recursos próprios revela limites restritos à disposição do investimento. De outro lado, se acontecer uma reversão das expectativas com aumento do grau de confiança dos empresários nas perspectivas da economia brasileira, as empresas possuem espaço para endividar-se (com a finalidade de investimento). Essa situação pode ser ilustrada pelo quadro 1⁷:

⁷ Coutinho G. Luciano, Ferraz C. João. Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira. Campinas, SP, Papirus: Editora da Universidade Estadual de Campinas, 1994. pg 195 - 199.

QUADRO 1

Amostra de empresas - Estratégia de financiamento dos investimentos em capital fixo (Número total de respondentes= 644)

Discriminação	% de respostas
Apoiar-se em recursos gerados pela linha de produtos	74
Apoiar-se em recursos gerados por outras áreas do grupo	16
Recorrer ao crédito público	27
Recorrer ao crédito privado interno	24
Recorrer ao crédito externo	17
Recorrer a <i>joint ventures</i>	6
Captação recursos nos mercados de valores internos	11
Captação recursos nos mercados de valores externos	4

Nota: A soma das porcentagens ultrapassa 100% em virtude de múltiplas respostas permitidas.

Fonte: Pesquisa de Campo do ECIB, 1992

Após estudarmos a evolução do endividamento das empresas, podemos concluir, que a trajetória deste indicador depende da política macroeconômica adotada no período e como esta é implantada. Pudemos observar que se há um aumento dos juros, as empresas procuram rapidamente, diminuir seu grau de endividamento, pois com juros altos, o crédito torna-se mais caro e a empresa não tem condições para tomar empréstimos. O que deve ser destacado é que mesmo com juros altos, o endividamento cresce, não por aumentos de investimentos, mas pela própria rolagem da dívida de anos anteriores. Portanto, não podemos afirmar que um aumento no grau de endividamento significa que a empresa está gastando mais em investimentos, essa elevação do endividamento pode ser apenas um resultado do efeito dos juros.

Segundo a Visão Keynesiana, o investimento não depende apenas dos juros, mas também de expectativas quanto à demanda futura. Se os empresários

esperam um aumento da demanda, eles procurarão investir em capacidade para poderem suprir esse crescimento. No período 89 a 93, a trajetória das políticas macroeconômicas (na maioria das vezes recessivas), a alta inflação e a recessão, não permitiam aos empresários formarem expectativas otimistas frente à um crescimento da demanda futura. Como pudemos observar pelos dados das tabelas do capítulo 2 e pelo estudo da economia brasileira, os anos 89 a 93 não foram marcados por grandes investimentos em ampliação da capacidade produtiva. Pelo contrário, sua principal característica foi a retração dos investimentos.

CONCLUSÃO

No decorrer deste trabalho, foram estudadas algumas visões sobre as diferentes formas de financiamento de uma empresa de sociedade anônima e do que elas dependem.

Para Wood, os lucros são a principal fonte de recursos de uma empresa e estes são determinados pelo nível de investimentos que a firma deseja auferir. As decisões de investimento são chamadas "estratégicas", pois afetam o desempenho da empresa por um período de três a cinco anos (são decisões de longo prazo).

As firmas também possuem decisões de curto prazo, estas são tomadas dentro do contexto das necessidades a longo prazo e têm dois elementos principais: o primeiro é a aquisição e a possibilidade de dispor de ativos financeiros, pois o excedente da conta de capital pode ser canalizado para a compra de ativos financeiros. O mais importante é que os gastos planejados que porventura excederem as receitas podem ser financiados pelos ativos financeiros.

O outro elemento importante das políticas de curto prazo é o empréstimo. A longo prazo, uma empresa em expansão incorrerá numa quantidade maior de dívidas a curto prazo, a necessidade de crédito de curto prazo é então, para financiar o capital de giro ou, a curto prazo, projetos de investimentos.

Os empréstimos são um estratégia financeira das empresas a longo prazo. Para Wood existem vários tipos de riscos e desvantagens decorrentes da atividade de emprestar e tomar emprestado, pois as ações são influenciadas de uma forma ou de outra, pela incerteza e pelo desconhecimento do futuro dos lucros da empresa.

A longo prazo, a quantidade de financiamento externo que a empresa obtém decorre do índice de endividamento escolhido e do aumento do valor total de seus ativos, que depende: do nível de investimentos que a firma empreende, de suas aquisições de ativos financeiros, da depreciação de seus ativos pelo uso e obsolescência e do total da reavaliação de seu ativo em decorrência da inflação.

Alguns autores como Myers, Titman e Wessels afirmam que a estrutura de capital é determinada pela: lucratividade, estrutura do ativo, a possibilidade de insenção de impostos, a exclusividade da produção e tamanho.

Segundo Myers, as empresas procuram aumentar seu capital, primeiro com os ganhos retidos, depois através do endividamento por dívidas e finalmente através da emissão de ações. As firmas agem desta maneira, pois existem custos associados com a emissão de novas ações. Estes custos podem crescer devido à assimetria de informações ou aos custos de transação. Em qualquer um dos casos, o passado lucrativo da empresa, e por isso a quantia de ganhos avaliados para serem retidos, pode ser um importante determinante para a estrutura de capital.

Os tipos de ativo das firmas, de alguma maneira afetam a escolha da estrutura de capital, pois esses ativos são utilizados como forma de garantia para as empresas poderem emitir dívidas.

Para Titman, as empresas de produtos especializados gastam mais com promoção de vendas de suas mercadorias. Essas firmas possuem muitas despesas com pesquisa e desenvolvimento, esses gastos podem ser considerados como bens de capital que são imediatamente gastos, não são utilizados como ativos que dão gastos.

Existe um custo relacionado com a ameaça de falência, eles constituem uma grande proporção do valor da firma, conforme esse valor decresce. Empresas grandes tendem a ser mais diversificadas, diminuindo assim, o perigo de falência. Esses argumentos sugerem que as firmas grandes têm maior grau de alavancagem.

A diferença entre Wood e os demais autores, é que Wood centralizou seu estudo na importância dos lucros como forma de financiamento dos investimentos das empresas. Caracterizou as decisões de curto e longo prazos, mostrando como se relacionam e afetam o nível de investimentos e de lucros. Já Myers, Titman e Wessels afirmam que a escolha da estrutura de capital depende da variação de custos e benefícios associados à forma de financiamento. Esses

autores estudaram as fontes de financiamento das empresas, mas deram ênfase diferente na determinação dessas fontes.

Ainda no primeiro capítulo foram apresentados os indicadores de liquidez e endividamento. Os índices de liquidez são comparações estáticas entre ativos e passivos, procuram medir quão sólida é a base financeira da empresa. A liquidez geral mede a capacidade financeira da empresa de curto e longo prazos para pagar suas dívidas para com seus credores de curto e longo prazos. Já a liquidez corrente avalia a capacidade da firma para pagar seus compromissos de curto prazo.

Os indicadores de endividamento avaliam o grau de comprometimento financeiro de curto e longo prazos de uma empresa perante seus credores e sua possibilidade de pagar os compromissos financeiros assumidos a longo prazo. O endividamento geral mede a participação de recursos financiados por terceiros. O endividamento a longo prazo nos permite saber qual a percentagem de dívidas assumidas a longo prazo pela empresa.

Através do estudo dos índices de liquidez e endividamento torna-se possível verificar se as empresas procuram ou não fontes de financiamento externo e qual foi a evolução dessa procura.

No segundo capítulo foram coletados dados sobre os índices de liquidez e endividamento das 25 maiores empresas privadas nacionais, através das tabelas construídas, pode-se observar quais as variações que ocorreram com esses índices no período 89 a 93.

No terceiro capítulo relacionamos a economia brasileira dos anos 89 a 93 com os dados conseguidos nas tabelas do capítulo 2, mostramos como a política macro afeta as decisões empresariais e como isso reflete na evolução do índice de endividamento.

Os anos 80 foram marcados pela contenção dos investimentos e pelo baixo nível de endividamento das empresas privadas nacionais, esse processo ocorreu devido a uma inflação crescente, à crise cambial e aos juros altos. As grandes empresas nacionais não investiram em um perfil moderno de atividades de alta

tecnologia e de rápido crescimento, o tamanho econômico dessas firmas de capital nacional praticamente não cresceu, contrastando com as grandes empresas de outros países em desenvolvimento.

Nos anos 90, houve uma grande mudança na conduta da política econômica (retórica neo-liberal, abertura comercial, desregulamentação financeira, privatizações, etc), simultaneamente à forte recessão que marcou primeiro triênio da década, provocou uma nova etapa de ajustes do setor privado.

A contração dos investimentos em aumento da capacidade produtiva, e os demais ajustes (reengenharia, redução do quadro de funcionários, etc) promovidos pelo setor privado para contornar a crise da economia brasileira no período 89 - 93, pode ser ilustrado com a evolução dos indicadores de endividamento. Os índices de endividamento cresceram nos anos 90, 91 e 93 para a maioria das empresas; apenas em 92, o endividamento foi reduzido, 91,66% das empresas reduziram o endividamento geral e 62,5% reduziram o índice de longo prazo. O aumento deste indicador não é resultado apenas de um aumento do investimento, mas esse crescimento das dívidas se deve pelas altas taxas de juros (característica do período 89 -93), que provocam um crescimento da rolagem da dívida adquirida anteriormente.

Resumindo, a instabilidade macroeconômica nos anos 80 e a profunda recessão no primeiro triênio da década de 1990, conduziu as empresas a adotarem estratégias defensivas durante todo este período. As empresas reagiram velozmente às oscilações do quadro econômico e às sinalizações do sistema político- institucional, contraíndo seus investimentos.

BIBLIOGRAFIA

Ansoff, Igor. A Nova Estratégia Empresarial. Tradução Antonio Zoratto Zanvicente. SP. Atlas. 1990. pp.47-63.

Bacic, J.Miguel. Taxa de Lucro e Taxa de Juro: O Conceito de Alavancagem Financeira. IE/UNICAMP, novembro de 1987.

Baptista, Margarida A.C. Política Industrial e Desestruturação Produtiva. In: Crise dos Anos Oitenta e o Governo Collor. INCa 1. pp.219-274.

Baptista, Margarida A.C. e Jorge, Maurício M. Política Industrial: Condicionantes e Desafios. Campinas IE/UNICAMP 1993. pp.6-13.

Braga, Hugo R. Introdução à Análise Contábil e Financeira. 4ed. rev. aum. RJ, IBMEC, 1976. pp.62-63.

Carvalho, Fernando J.C. A Não -Neutralidade da Moeda em Economias Monetárias de Produção : A Moeda nos Modelos Pós-keynesianos. Est.Econ., São Paulo, V.21 N.1 pp.11-40 Jan-Abr.1991.

Coutinho G. Luciano, Ferraz C.João. Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira. Campinas, SP. Papirus; Editora da Unicamp, 1994. pp. 29-33, 195-199.

Indicadores, Os Conceitos Utilizados. Melhores e Maiores. Revista Exame. Agosto/1991. Pp16-18.

Kalecki, Michael. Teoria da Dinâmica Econômica. In: Os Economistas. Ed. Nova Cultural. 2.Ed. 1985, pp 75-78.

Martins, Eliseu e Assaf Neto, Alexandre. Administração Financeira. Ed Atlas. 1.Ed. 1993.

Matarazzo, Dante C. A Análise Financeira de Balanços - Abordagem Básica. 2.ed. SP, Atlas V.1 pp.89-120.

Myers, C. Stewart. The Capital Structure Puzzle. In: The Journal of Finance. Vol.XXXIX, n.3, julho 1981.

Silva, P.José. Análise Financeira das Empresas. pp.80

Titman Sheridan and Wessels Roberto. The Determinants of Capital Structure Choice. In: The Journal of Finance, Vol XLII,n.1, março 1988.

Wood, Adrian. Uma Teoria dos Lucros cap.2, pp 29-75.