



1290000411



TCC/UNICAMP M976f



UNICAMP

Universidade Estadual de Campinas

INSTITUTO DE ECONOMIA

Monografia

**O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO
FINANCEIRAS NO BRASIL PÓS PLANO REAL
(1995-2000)**

Dra. Maria Alejandra Caporale Madi

Aluno: Carlos Manoel Mussato

Banca julgadora: Dr. Fernando Nogueira da Costa

Campinas, Dezembro de 2002

TCC/UNICAMP
M976f
IE/411

CEDOC/IE

“Nossos fracassos são, às vezes, mais frutíferos que os êxitos”

Henry Ford

*“O estudo em geral, a busca da verdade e da beleza são domínios em que nos é consentido
ficar crianças toda a vida”*

Albert Einstein

Resumo

A década de 80 foi um período extremamente conturbado para a economia brasileira. O elevado índice de endividamento externo dos países em desenvolvimento aliado ao decreto da moratória da dívida externa mexicana em 1982 tornou o financiamento externo para o Brasil extremamente escasso.

Nesse cenário, as empresas não financeiras nacionais desenvolveram uma estratégia para diminuir seus índices de endividamento e passarem a se auto financiar através de suas receitas.

Com a recuperação do cenário internacional e a abertura financeira no início da década de 90, os fluxos de capitais internacionais voltaram para o Brasil.

Nosso objetivo com esse trabalho é verificar se a mesma estratégia adotada para o financiamento das empresas não financeiras nacionais na década de 80 foi mantida durante a década de 90 tendo em vista a mudança dos cenários político e econômico entre os dois períodos

ÍNDICE.

INTRODUÇÃO.....	2
1. O endividamento das empresas não financeiras nacionais nos anos 80	4
1.1 – Modelo de financiamento das empresas nos anos 80 e suas implicações	4
1.2 - Composição do endividamento	9
1.3 – Conclusões sobre o período	11
2. As transformações dos anos 90: abertura financeira e comercial.....	12
2.1 – A visão do <i>Mainstream</i> sobre a abertura econômica	13
2.2 – Os determinantes dos fluxos de capitais na década de 90 para o Brasil	17
3. As empresas nacionais e seus níveis de endividamento no período pós Plano Real.....	21
3.1. Os maiores grupos nacionais não financeiros no período pós Plano Real: uma explicação metodológica.....	22
3.2. Características da composição dos grupos de análise	26
3.3. O endividamento das maiores empresas não financeiras nacionais	33
4. Conclusão.....	47
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	52

INTRODUÇÃO

No atual contexto de globalização, a capacidade das empresas não financeiras em lutar pela ampliação de seus mercados de atuação está intimamente relacionada à sua capacidade de se financiarem de maneira eficiente para que possam ter condições de transferir tal eficiência aos seus custos finais e dessa forma se tornarem instituições competitivas.

A questão do financiamento é de tal relevância que merece ser estudada de forma aprofundada para que possamos conhecer a estrutura de financiamento das empresas não financeiras no Brasil, suas particularidades, eficiências e ineficiências e os impactos que essa estrutura provoca sobre as estratégias e sua forma de atuação.

Dado a complexidade desse tema, a escolha em desenvolvê-lo é, antes de tudo, a escolha por enfrentar um grande desafio, pois requer grande esforço em coleta e análise de dados para que possamos chegar a um resultado que possa agregar valor a essa discussão.

A análise desse trabalho estará centrada sobre o financiamento das empresas não financeiras no Brasil na década de 90, porém, para que possa ser entendida a tendência seguida pelas empresas nessa década é necessário que o caminho percorrido pelas empresas na década de 80 quanto ao seu financiamento seja vislumbrado.

Através da execução desse trabalho pretende-se comprovar a hipótese de que, apesar da existência de um novo ciclo de endividamento com a abertura financeira, as empresas não financeiras no Brasil não expandiram seus níveis de endividamento.

O motivo da formulação de tal hipótese é que, devido à abertura comercial e financeira observada na década de 90, os recursos financeiros, restritos na década de 80, voltam a "caminhar" para o Brasil. Tal abundância de capitais deveria, pelo menos em tese, estimular a concorrência e forçar as empresas a investirem para tornarem-se competitivas frente às empresas internacionais. Esse ciclo de

investimentos seria então financiado por um novo ciclo de endividamento das empresas não financeiras. Porém, como mencionado acima, a hipótese que esse trabalho procura comprovar é que nem todas as empresas endividarem-se nesse período. As razões que levam à tal comprovação serão desenvolvidas ao longo do trabalho.

Dado nossa explicação inicial sobre o trabalho e sobre suas intenções, convém também que seja explicitado sua estrutura:

Primeiramente será realizada uma pequena explanação sobre a década de 80, explanação essa que será realizada no primeiro capítulo.

O segundo capítulo irá tratar do cenário macroeconômico da década de 90, principalmente os aspectos relativos à abertura comercial e financeira; a análise dos efeitos da abertura comercial e financeira sobre a estrutura macroeconômica do país é fator essencial para que possa ser desenvolvida a problemática do financiamento das empresas não financeiras no Brasil nesse período.

O terceiro capítulo irá tratar da questão do financiamento das 300 maiores empresas não financeiras no Brasil no período pós Plano Real (1995-2000). Essa análise será baseada nos dados obtidos dos relatórios dos Balanços Anuais da Gazeta Mercantil durante esse período.

Para finalizar o trabalho teremos a conclusão sobre a análise dos dados e sobre as tendências observadas no terceiro capítulo.

1. O endividamento das empresas não financeiras nacionais nos anos 80

A análise da década de 80 é de extrema importância para que possamos, nos capítulos seguintes, desenvolver o estudo sobre o financiamento das empresas não financeiras no Brasil.

Nesse capítulo abordaremos qual foi o modelo de financiamento usado na década de 80 e o motivo da opção por esse modelo. Após isso o objetivo do trabalho será destacar a composição do endividamento e qual a metodologia utilizada para a comprovação. É importante denotar que essa metodologia será utilizada também para o estudo do endividamento das maiores empresas não financeiras no Brasil no período pós Plano Real.

Para finalizar, será feita uma pequena conclusão sobre o endividamento das empresas não financeiras no Brasil na década de 80.

1.1 – Modelo de financiamento das empresas nos anos 80 e suas implicações

Existem duas formas de uma empresa não financeira obter financiamento para suas atividades: a primeira é o auto-financiamento, onde a empresa utiliza-se de recursos próprios para financiar sua produção ou novos investimentos; a segunda é a obtenção de recursos de terceiros, seja através de abertura de seu capital ou empréstimo junto a instituições financeiras nacionais e internacionais.

Anteriormente à crise de 1982, a opção utilizada pelas empresas era a captação de recursos junto a instituições financeiras nacionais e internacionais. Conforme verificado no trabalho de Almeida (1994)¹, existiam quatro mecanismos de financiamento possíveis para as empresas. Vejamos resumidamente tais mecanismos:

1) O primeiro era o financiamento via empréstimos externos, possibilitados pela Lei 4.131, obtidos diretamente junto aos bancos internacionais; era um mecanismo não muito acessível às empresas nacionais, sendo, portanto, mais utilizado por empresas multinacionais de grande porte capazes de fornecerem

¹ Para maiores detalhes ver ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de (1994) *Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80*. Campinas: UNICAMP.

maiores garantias quanto ao saldo do principal e do serviço da dívida adquirida. O tomador, nesse caso, estava sujeito às condições de juros e de prazos internacionais e, além disso, assumia o risco cambial da operação. Esse era uma modalidade de financiamento de longo prazo que, após a crise de 1982, deixou de existir, deixando uma grande lacuna na estrutura de financiamento nacional

2) A segunda modalidade, já mais utilizada pelas empresas nacionais, era a captação ainda ligada aos mercados externos, porém intermediada pelas instituições financeiras nacionais. Nesse caso, os bancos domésticos captavam recursos diretamente junto aos bancos internacionais e repassavam aos tomadores nacionais (mecanismo possibilitado pela Resolução 63). Essa modalidade de financiamento não era de longo prazo, mas sim de médio prazo (6 a 24 meses) e ainda cabiam ao tomador final os riscos cambiais. Convém salientar que os bancos domésticos não incorriam em qualquer tipo de risco cambial nessas operações, pois caso não conseguissem tomadores domésticos para os recursos obtidos externamente, depositavam o saldo não emprestado em uma conta no Banco Central, onde este assumia os riscos cambiais e os encargos de juros desse saldo. Essa modalidade de financiamento também se esgotou com a crise de 1982.

3) A terceira modalidade de financiamento era proveniente das instituições públicas, sendo o BNDES o principal órgão desse processo. Era um financiamento de longo prazo (6 a 12 anos) e com taxas de juros subsidiadas. Essa linha de financiamento manteve-se durante o período da crise e foi o único suporte para investimentos no Brasil.

4) A quarta modalidade de financiamento existente à época era a realizada via sistema bancário, onde os bancos nacionais emprestavam às empresas; essa era uma modalidade de curto prazo (30 a 90 dias).

Convém salientar que havia ainda uma quinta modalidade de financiamento possível, porém não considerada por Almeida (1994) em sua tese devido à sua pouca expressão. Essa modalidade diz respeito ao financiamento via mercado de capitais através da emissão de ações ou títulos, mas não era, assim como não é

no período atual, considerada uma boa opção de obtenção de financiamento. Vejamos algumas possíveis razões²:

- *Estrutura empresarial brasileira:*

Nos anos 80 o modelo do Tripé (empresa estatal, multinacionais e empresa nacional) perde seu dinamismo, principalmente devido ao desinteresse do empresariado nacional em continuar com seus investimentos e também investir em novos projetos no Brasil devido à crise da dívida de 82. Dessa forma, o mercado de capitais que havia obtido um considerável impulso em favor de seu desenvolvimento via abertura de capitais das empresas nacionais na década de 70 sofre uma reversão dessa tendência na década de 80.

- *Fixação do preço de emissão*

Em um cenário macroeconômico conturbado como foi o da década de 80 pós crise da dívida, a fixação do preço da emissão primária era algo extremamente difícil. A fixação do preço das ações ou títulos emitidos deve estar atrelada não somente ao valor patrimonial da empresa, mas também às suas perspectivas futuras, sua posição no mercado. Nesse sentido, a incerteza do cenário econômico não permitia previsões eficientes para a adoção de tal ferramenta.

² Para maiores detalhes ver NETO, Casagrande Humberto (2000) *Abertura de Capital de Empresas no Brasil: Um enfoque prático*. São Paulo: Editora Atlas

- *Desconhecimento do mercado*

Para obter financiamento via mercado de valores mobiliários é necessário um conhecimento do funcionamento do mesmo além do acadêmico, ou seja, para que uma empresa consiga obter bom financiamento no mercado de capitais a mesma deve possuir conhecimento prático do funcionamento do mercado de capitais para que, ao invés de financiar-se, não acabe perdendo capital. A tradição das empresas nacionais não passa pelo uso do mercado de capitais como um mecanismo essencial de financiamento, isso não confere às empresas então um bom manejo dessa ferramenta, o que acaba afastando o empresariado nacional dessa opção.

Observadas então cada opção de financiamento e suas características principais, pode-se levantar a seguinte questão: Qual foi o modelo de financiamento utilizado pelas empresas não financeiras no Brasil na década de 80?

Com a constante piora do cenário macroeconômico do Brasil nos fins da década de 70 devido à crescente dívida externa, começa a haver certo receio por parte dos bancos estrangeiros em emprestar recursos financeiros ao Brasil. Isso ocorre devido ao aumento do fator risco, estudo por Keynes e Kalecki em suas respectivas análises sobre as decisões de investimento capitalistas. Vejamos a definição de Keynes para dois tipos de riscos existentes pertinentes à nossa análise:

O primeiro risco relevante é o relacionado ao “tomador de financiamento”, e decorre da incerteza do empresário em obter o retorno do investimento custeado pela tomada de crédito, o que pode levá-lo a um “default” financeiro. O segundo risco é o atribuído ao “emprestador” e decorre do empréstimo de recursos não cobertos por garantias reais de capacidade de pagamento por parte do tomador, o que pode causar, em casos de crise, o não pagamento do principal e do serviço da dívida adquirida pelo tomador ao emprestador.

É certo que no contexto macroeconômico instável e repleto de incertezas do início da década de 80, os dois tipos de riscos citados acima aumentaram sobremaneira, levando os bancos estrangeiros a diminuir os empréstimos de recursos externos aos países em desenvolvimento e conseqüentemente ao Brasil, e, com a moratória decretada pelo México em 1982, os bancos estrangeiros cortam definitivamente suas linhas de empréstimos não somente ao México, mas também a todos os países em desenvolvimento com altos índices de endividamento. Dessa forma, após a crise da dívida de 1982, o modelo de financiamento das empresas não financeiras no Brasil via tomada de recursos de terceiros praticamente deixou de existir. Os fluxos de capitais para o Brasil, anteriormente regulares, passaram a níveis insuficientes para o financiamento das empresas nacionais, e, quando eram liberados, as taxas de juros cobradas eram extremamente elevadas. Dessa forma, as empresas nacionais passaram a adotar o mecanismo de auto financiamento, indicando um comportamento empresarial altamente “defensivo” em relação às margens de lucro e às decisões de investimento e endividamento. Esse fato foi estudado por Kanitz³ (1995). Nas palavras do autor:

“Por causa dos elevados juros praticados na década de 1980, as empresas brasileiras utilizaram todo o fluxo de caixa gerado pelas suas operações para saldar suas dívidas. Se por um lado isso levou a uma redução brutal do endividamento das empresas, por outro, elas foram acusadas de abandonar investimentos produtivos geradores de empregos. Essa afirmação não é verdadeira, pois na prática as empresas investiram na redução de suas dívidas. Ao fazê-lo, mesmo que não tivessem ampliado a oferta de emprego e aumentado de tamanho, as organizações realizaram o melhor investimento possível, já que se livraram do compromisso de pagar um juro anual de 20% ao ano. São poucas as empresas que têm um retorno de investimento de 20% ao ano com risco zero. Reduzir uma dívida não envolve risco algum, contudo na abertura de uma planta ou nos investimentos produtivos há sempre um risco de fracasso embutido”. (Kanitz, 1995, p. 32-33).

³ Para maiores detalhes ver KANITZ, Stephen Charles (1995) *O Brasil que dá certo: o novo ciclo de crescimento 1995-2005*. São Paulo: Makron Books

De fato, houve relativo sucesso nessa empreitada, ou seja, a estratégia de redução do endividamento via o auto financiamento possibilitou às empresas não financeiras no Brasil a queda de seu endividamento e, conseqüentemente, saúde financeira suficiente para sobreviver ao período de ajustamento da década de 80.

Convém porém salientar que do ponto de vista macroeconômico, a redução do endividamento de um agente significa o endividamento de outro agente. No caso brasileiro, a redução de endividamento realizada pelas empresas somente foi possível devido a setores do governo e às empresas estatais, que foram os agentes eleitos, se assim podemos dizer, para assumirem a contratação dos escassos fluxos de capitais internacionais até o ano de 1982. Além das estatais, o Banco Central também elevou seu passivo dolarizado através da absorção da dívida externa de empresas privadas. Após 1982, conforme destacamos acima, os fluxos de capitais externos foram praticamente extintos, porém esse processo de redução de endividamento das empresas privadas aliado à situação "ponzi" das empresas estatais e banco central iniciaram um processo de estatização da dívida externa brasileira na década de 80.

1.2 - Composição do endividamento

Para que possamos analisar corretamente a questão do endividamento das 300 maiores empresas não financeiras no Brasil, precisamos diferenciar essas empresas. Isso ocorre devido à heterogeneidade de sua composição, ou seja, temos empresas com composição de capital totalmente nacional e empresas com grandes parcelas de capital internacional em sua composição societária.

Almeida (1994) estudou esse processo e dividiu as empresas em quatro grupos de análise. Cada grupo corresponde à participação de capital estrangeiro na composição societária das empresas. Vejamos:

1. 0% a 25% (Grupo I)
2. 25% a 50% (Grupo II)
3. 50% a 75% (Grupo III)
4. 75% < 100% (Grupo IV)

Exemplificando, o grupo I, denotado como 0% a 25%, indica que as empresas nele situadas possuem de 0 a 25% de seu capital acionário composto por capital estrangeiro.

A partir dessa divisão, Almeida (1994) conclui, com base nos dados estudados, que realmente houve uma redução no grau de endividamento, e que essa redução foi diretamente proporcional ao aumento da participação de capital estrangeiro, ou seja, principalmente em empresas onde havia uma grande participação estrangeira na composição do capital o grau de endividamento apresentou um comportamento declinante. Como exemplo, podemos citar que para as empresas situadas na faixa de 75% a 100% de capital estrangeiro, o grau de endividamento sobre o patrimônio líquido, no ano de 1978, era de 188%; no ano de 1983 esse número era de 115%.

A explicação, segundo Almeida (1994), para a tendência de queda do endividamento ocorrida na fase do ajuste recessivo pode ser obtida considerando, resumidamente, os seguintes fatores:

- A recessão levou a uma deterioração geral do quadro macroeconômico, o que possibilitou às empresas endividadas a renegociação de suas dívidas junto aos bancos sob o risco, se assim não o fizessem, de suspenderem totalmente o pagamento. Esse fator melhorou as condições de pagamento devido às renegociações de prazos e taxas de juros serem favoráveis às empresas;
- Com a redução das vendas devido à depressão do mercado nacional durante a crise, houve um aumento do custo fixo unitário das empresas. Para compensar tal efeito, a reação das empresas foi flexibilizar seu *mark-up* procurando manter suas taxas de lucro. Isso levou a um ajuste generalizado das margens de lucro no período recessivo em todas as faixas de capital. Com isso, as empresas de

maior poder de mercado, capazes de sobreviver com queda nos níveis de demanda da economia e preços de venda altos conseguiram superar a crise, ao passo que grande parte das pequenas empresas sucumbiram à esse cenário. Isso acabou por gerar uma reserva maior de mercado para as empresas que "sobreviveram" à crise já que os consumidores das empresas falidas migraram para as sobreviventes, possibilitando dessa forma uma recuperação das mesmas e conseqüente melhora em seus índices, principalmente o de endividamento, já que o lucro adicional do aumento de *mark ups* e concentração de mercado possibilitaram às empresas o auto financiamento de suas dívidas.

1.3 – Conclusões sobre o período

Dessa forma, tanto Almeida (1994) como Kanitz (1995) possuem idéias convergentes quanto ao caminho das empresas não financeiras na década de 80. A redução do endividamento, realizada não de forma voluntária, mas sim como resposta às restrições estabelecidas pelo mercado internacional e pelo cenário macroeconômico, acabou sendo favorável à manutenção e desenvolvimento das atividades das empresas não financeiras no Brasil na década de 80.

Com a abertura comercial e financeira iniciada com Collor em 90 e consolidada no primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso, todo o cenário observado na década de 80 foi alterado. O estudo desse modelo de abertura comercial e financeira e suas conseqüências sobre a estrutura de endividamento das empresas não financeiras no Brasil na década de 90 será objeto do próximo capítulo desse trabalho.

2. As transformações dos anos 90: abertura financeira e comercial

Contrariando o pensamento comum de que o governo de Fernando Collor de Mello foi o responsável pela abertura comercial e financeira no Brasil no início da década de 90, ainda na década de 80 podemos encontrar a base dessa ideologia neoliberal. Várias ações foram tomadas como revisão das intrincadas regras de exportação no período 1987 a 1989 procurando facilitar a inserção de produtos nacionais nos mercados externos; a extinção da lista de produtos com importação proibida, atribuída a Collor, foi revisada ainda em 1988 e constava de cerca de 3000 produtos. Na gestão de Collor essa lista possuía somente 500 produtos devido aos esforços anteriores. Além disso, O "Diário Oficial" e os arquivos da Comissão de Política Aduaneira, da Cacex e do Banco Central provam que as medidas legais e os regulamentos para promover a abertura e a liberalização cambial - parte inseparável da abertura - apareceram antes de 1990.

O fato é que Collor, na verdade, acabou delineando contornos políticos e simbólicos tão grandes ao processo de abertura que dificilmente consegue-se retirar de suas mãos o crédito pela adoção de tal política.

Nesse capítulo estaremos delineando as características do processo de abertura comercial e financeira brasileiro ocorrido no final da década de 80 e início da década de 90 durante o governo de Fernando Collor que, se não foi seu principal idealizador político, foi seu impulsionador e responsável por sua implementação.

A seguir iniciaremos uma pequena discussão sobre o nascimento da ideologia neoliberal para que possamos entender melhor todo o processo que levou o Brasil a adotar tal ideologia. Logo após discutiremos os principais fatores determinantes dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento e conseqüentemente para o Brasil na década de 90.

2.1 – A visão do *Mainstream* sobre a abertura econômica

Com o crescente processo inflacionário que foi desencadeado na economia norte americana durante a década de 60 e início da década de 70, percebe-se que o modelo Keynesiano de intervenção estatal e regulação econômica não mais se adequava a atual realidade econômica, visto que tal modelo não incorporava justamente a inflação. Com isso, novas correntes de pensamento econômico passam a surgir para tentar suprir essa deficiência observada na corrente de pensamento Keynesiana.

O pensamento liberal, vigente no começo do século, passa a ganhar força novamente e surge o chamado "*Global neoclassicism*"⁴. Nas palavras de Prates (1997) o *Global neoclassicism* :

"...rejeita as políticas discricionárias e sustenta que os governos ou mesmo um sistema de regulação internacional não podem e não devem controlar os fluxos internacionais de capital (Shor, 1992)". (Prates, 1997, p. 12).

Essa ideologia passou a se difundir não somente nos países centrais, mas também nos países em desenvolvimento. A crítica do *Mainstream* ao modelo intervencionista adotado pelos países da América latina logo após o fim da segunda guerra passa a ter como principal alvo o modelo de industrialização via substituição de importações, baseado em um forte e, segundo os "*global neoclassicists*", excessivo intervencionismo estatal.

A nova ideologia passa a adotar como base teórica o modelo de desenvolvimento neoclássico, que também era conhecido como um modelo voltado para o mercado. Segundo essa ideologia, o modelo até então vigente nos países centrais e em desenvolvimento provocava um crescimento voltado para dentro (*inward-oriented model of growth*) devido à industrialização induzida pela substituição das importações. Esse tipo de crescimento provocaria uma série de

⁴ Para maiores detalhes ver: PRATES, Daniela Magalhães (1997) *Abertura financeira e vulnerabilidade externa, A economia brasileira na década de noventa*. Campinas, Dissertação de mestrado. UNICAMP

distorções na alocação de recursos produtivos e financeiros devido à excessiva intervenção estatal e ao protecionismo comercial.

Segundo a opinião dos defensores desse modelo liberal, países como Taiwan e Coréia optaram por um modelo de industrialização oposto ao vigente à época, ou seja, voltado para fora (*Outward oriented*) e com reduzida intervenção estatal e apresentaram taxas de crescimento e desenvolvimento industrial elevado, o que comprovaria a eficácia da ideologia neoliberalista.

O mau funcionamento dos mercados nos países em desenvolvimento seria então a causa para a instabilidade e estagnação econômica dos mesmos.

Baseado nesse diagnóstico, a "cartilha" que passou a ser recomendada aos países em desenvolvimento para que alcançassem a estabilidade e crescimento econômico e eliminassem as "distorções" promovidas pelo modelo então vigente continha basicamente as seguintes orientações:

- Necessidade de redução ou eliminação da regulação estatal sobre os mercados internos – bens e trabalho;
- Privatização dos bens públicos;
- Liberalização financeira interna e abertura externa da economia.

A adoção de tais medidas significaria a quebra da geração de desequilíbrio nas economias tendo em vista que o Estado deveria se afastar da regulação econômica e principalmente levaria à mudança da orientação "*Inward Oriented*" para "*Outward Oriented*", condição necessária para a obtenção do desenvolvimento econômico segundo a ideologia neoliberal.

A abertura financeira seria a medida responsável pela captação de poupança externa necessária para financiar esse novo modelo de crescimento centrado na eficiência dos mercados. Os neoliberais utilizavam-se de vários argumentos em defesa dessa abertura, vejamos seis deles:

O primeiro argumento tem como base o modelo neoclássico de Hecksher-Ohlin, que prega que a taxa de retorno dos fatores de produção em cada país dependeria da disponibilidade relativa dos fatores. Dessa forma, segundo esse argumento, o rendimento marginal do capital em países com escassez desse ativo é maior do que em países que o possuem em abundância. Isso geraria uma atratividade ao capital que resultaria em fluxos internacionais que buscariam por melhores remunerações e dessa forma, no médio prazo, ocorreria uma tendência de equalização do capital entre os diversos países, provocando uma equalização das taxas de juros e dos preços dos ativos entre os países. Esse mecanismo levaria, dessa forma, a uma melhoria da eficiência na alocação de recursos globalmente.

O segundo argumento refere-se à mobilização de poupança externa. O mesmo é simples e prega que com a abertura financeira haverá uma melhor distribuição de capitais entre os países já que os que não possuem poupança externa poderão atrair capitais de países que a possuem.

O terceiro argumento fala sobre a alocação intertemporal de gastos. Segundo esse argumento, os fluxos de capitais externos podem resolver o problema de recursos existentes entre o dispêndio com produção e a recuperação do investimento com o consumo dessa produção. Na verdade esse é um argumento mais frágil que os dois anteriores, pois para que tal situação ocorra não se precisa necessariamente de uma conta de capitais totalmente aberta.

O quarto argumento prega que a internacionalização dos capitais pode diversificar os riscos por parte dos investidores individuais. Atualmente esse é um dos argumentos mais utilizados pelo *Mainstream* pois explica que a abertura financeira traria benefícios mesmo quando a mobilidade de capital não tivesse nenhum efeito sobre o processo de investimento e poupança, dado que a condição necessária e suficiente para essa diversificação de capitais é a existência de fluxos brutos de capitais entre os países.

O quinto argumento prega que a internacionalização do capital é interessante para a especialização e melhoria dos serviços e das instituições financeiras em todos os países. Isso ocorreria devido ao fato de uma maior

concorrência dessas instituições pela atração de capitais. Isso levaria, principalmente nos países em desenvolvimento, a uma obtenção de crédito mais barato para as empresas já que os fluxos de capitais seriam maiores.

O sexto e último argumento sustenta que a abertura financeira acaba por levar a uma perda da autonomia sobre a política monetária, porém esse é um fator positivo. Isso ocorre devido ao fato de que, não cabendo mais aos países o controle total sobre sua política monetária, a possibilidade de realizar políticas equivocadas e que podem contribuir para gerar ou até mesmo agravar problemas financeiros nacionais caem drasticamente, impossibilitando que os governantes possam piorar a situação financeira dos países.

Com esses argumentos o "*Mainstream economics*" procurou provar ao mundo a eficiência da adoção de políticas que possibilitassem a abertura financeira e com isso deixassem de praticar políticas Keynesianas intervencionistas. O Estado não mais representava um esteio de desenvolvimento econômico, o mercado assume agora esse papel.

Baseados nessa nova ideologia, vários países passam a adotar a ideologia neoliberal na década de 80. No Brasil, não há fluxos de capitais nesse período devido aos fatos denotados no capítulo anterior. Somente nos finais da década de 80, com a recuperação da economia mundial e ganho de credibilidade internacional quanto à capacidade brasileira de pagamento das dívidas, o país passa a adotar a ideologia neoliberal. Vejamos no próximo tópico a razão da volta dos investimentos externos aos países em desenvolvimento e conseqüentemente ao Brasil no final da década de 80 e início da década de 90.

2.2 – Os determinantes dos fluxos de capitais na década de 90 para o Brasil

Conforme destacado na introdução desse capítulo, no final da década de 80 o país começa um processo de inserção internacional sob o molde neoliberalista. Fernando Collor é o responsável pela institucionalização desse modelo no Brasil.

Passamos subitamente de um modelo de inserção financeira e comercial internacional praticamente inexistente para uma abertura agressiva de nosso país aos fluxos de capitais internacionais e à concorrência produtiva.

A questão a ser discutida nesse tópico do trabalho é que para ser adotado o modelo liberal, não bastava simplesmente a vontade política para implementá-lo, era preciso que os fluxos de capitais, afastados do Brasil desde o início da década de 80, voltassem para o Brasil.

Com o resgate da teoria liberal, baseada na economia voltada ao mercado, a análise dos fundamentos econômicos passa a ser o fator determinante para o direcionamento dos fluxos de capitais. Baseado nesse conceito resgatado pelo “*mainstream economics*”, a análise quanto à viabilidade de direcionamento de recursos a um país dependeria dos fundamentos econômicos desse país, ou seja, a migração desses capitais dependeria da estrutura econômica do país, fixada em políticas de longo prazo.

Conforme discutido no capítulo 1 desse trabalho, o Brasil se preparou desde o início da década de 80 para melhorar seus fundamentos econômicos. O fato de o financiamento internacional ter deixado o país no início da década de 80 fez com que as mesmas procurassem diminuir suas dívidas para que pudessem manter sua saúde financeira e com isso manterem-se no mercado. Além disso, as diversas cartas de intenção firmadas entre o governo e o FMI, mesmo que nem sempre cumpridas, obrigaram o governo a provocar recessão para gerar superávits e manter seus compromissos externos. Isso fez com que o Brasil, mesmo que inesperadamente, tivesse uma recuperação de sua economia surpreendente e já em meados da década de 80 nossos fundamentos econômicos apontavam uma economia em plena recuperação.

Nossa política financeira e econômica passa a ser apropriada aos olhos do “*mainstream*”, ou seja, passamos a apresentar as condições necessárias para o “*Market re-entry*”. Além disso, a diminuição de nosso déficit externo durante a década de 80 fez com que os olhos do mercado internacional passassem a enxergar o Brasil como um país interessante para a remuneração de seus capitais tendo em vista que um país com boas condições econômicas e com baixo estoque de dívida pode ser considerado seguro para investimentos.

Em suma, podemos afirmar que as condições internas do Brasil, moldadas durante a década de 80, foram fundamentais para explicar o retorno dos fluxos voluntários ao país quando ocorreu a abertura financeira entre o final dessa década e início da década de 90. Estávamos dessa forma atendendo as recomendações de “Washington”. Vejamos o que ressalta Frenkel *et alli* apud (Prates 1997: 29):

“Na visão do Consenso de Washington existe uma forte correlação entre políticas domésticas e financiamento externo. A adoção de políticas consistentes é recompensada com o retorno automático dos países devedores ao mercado internacional de crédito voluntário”

Esse argumento que correlaciona as políticas econômicas domésticas e financiamento externo pode também ser usado para explicar a falta dos capitais para os países em desenvolvimento, e conseqüentemente o Brasil, no início da década de 80 e após a crise da dívida tendo em vista que àquele período nossa condição econômica e nosso endividamento tornavam o país um “investimento de alto risco”, o que levou ao afastamento do capital externo ao Brasil.

Podemos então adotar esse modelo como esclarecedor das razões determinantes da volta dos capitais ao Brasil na década de 90 ? A resposta é negativa. O Brasil teve uma recuperação de seus índices econômicos ainda em meados da década de 80 conforme destacamos acima. Nossas empresas reduziram seu endividamento nesse período conforme demonstramos no capítulo inicial desse trabalho. Por que o financiamento externo não voltou então ao Brasil ainda na década de 80 ?

Conforme destacamos na introdução desse capítulo, trabalhos preparando o país institucionalmente para a abertura comercial e financeira começaram ainda na década de 80, o que nos leva a inferir sobre a abertura realizada na década de 90 segundo a teoria neoliberal. Aparentemente a abertura ocorreu pois o país estava preparado no início da década de 90 para a abertura; segundo a teoria do “*mainstream*”, o país havia atingido as condições necessárias e suficientes para a abertura e ganho confiança internacional, havia dessa forma voltado a ser um bom investimento. Na verdade esse argumento não leva em conta a questão do cenário internacional. Na América latina, Uruguai, Bolívia e México realizaram reformas liberais ainda na década de 80, porém não receberam recursos significativos de financiamento externo.

O argumento neoliberal não explica a volta dos recursos para o Brasil. Arrumar nossas contas foi fator decisivo para que o financiamento externo voltasse ao país com a abertura da década de 90, porém os mesmos não teriam aportado no Brasil não fosse a recuperação econômica mundial observada nessa década.

Ao contrário do que prega a teoria neoliberal difundida pelo “*mainstream economics*” e também pelos organismos multilaterais, não foram os fatores internos como estabilização e reformas neoliberais que trouxeram os fluxos de capitais novamente ao Brasil no início da década de 90. Na verdade foram os fatores externos como a nova lógica de funcionamento dos mercados financeiros internacionais e o crescimento econômico dos países centrais os responsáveis pela volta desses fluxos. Caso assim não o fosse, não haveria fuga de capitais em casos de turbulência econômica dos receptores desses fluxos, isso ocorreria somente em casos onde os fundamentos da economia dos países receptores apresentassem problemas e empiricamente não é esse o comportamento observado. Observa-se na verdade que a gestão desses fluxos é realizada por perspectivas e convenções de curto prazo.

Finalizando esse capítulo, o que importará para a continuidade desse trabalho é que, independentemente dos motivos que trouxeram novamente os fluxos de capitais para o Brasil, os mesmos provocaram um “*boom*” de financiamento para o país. Esse novo volume de financiamento, com a

estabilização alcançada através da institucionalização do plano Real em 1994, teoricamente levaria a um crescimento da economia e conseqüentemente dos investimentos, aumentando dessa forma o endividamento das empresas nacionais. Nossa próxima discussão é se esse caminho realmente foi trilhado.

3. As empresas nacionais e seus níveis de endividamento no período pós Plano Real

Nos capítulos anteriores procuramos expor os fatores que levaram as empresas não financeiras nacionais a reorientarem seu padrão de financiamento na década de 80, trocando o endividamento pelo auto financiamento. Após isso apresentamos as mudanças que começaram a ocorrer no final da década de 80 e que foram institucionalizadas através da adoção da cartilha liberal na década de 90 e examinamos suas implicações sobre os fluxos de capitais e fontes de financiamento que passaram a estar disponíveis ao país.

Nesse capítulo estudaremos o resultado dessa mudança sobre o financiamento das empresas não financeiras nacionais privadas no período pós Plano Real. A ideologia do auto financiamento adquirida na década de 80 foi o caminho adotado ? Ou ainda, a abundância de fluxos de capitais motivou as se endividarem ? Eram dois caminhos possíveis e ao longo deste capítulo procuremos elucidar essa questão demonstrando qual foi o caminho trilhado pelas maiores empresas nacionais não financeiras no período pós Plano Real.

Primeiramente faremos uma análise sobre as empresas e sua distribuição entre os 4 grupos de estudo⁵. Após tal exame realizaremos o estudo sobre o endividamento das empresas não financeiras nacionais.

⁵ Para maiores detalhes ver capítulo I deste trabalho

3.1. Os maiores grupos nacionais não financeiros no período pós Plano Real: uma explicação metodológica.

Conforme descrito na introdução a esse capítulo, procuraremos analisar o endividamento das 300 maiores empresas não financeiras nacionais no período de 1995 a 2000.

Vejamos inicialmente os dois fatores principais que levaram à definição dessa amostra, bem como do período de estudo :

- **Confiabilidade** – Para que tenhamos um retrato fiel do comportamento das empresas nacionais em relação ao seu endividamento precisamos de uma amostra representativa. Essa amostra foi obtida na publicação dos 300 maiores grupos nacionais publicados anualmente no Balanço Anual⁶ da Gazeta Mercantil. Por meio dessa publicação foi possível obter, além dos maiores grupos, o endividamento individual de cada grupo, tendo a certificação que os dados representam a realidade dessas empresas. É de extrema importância denotarmos que os dados fornecidos pelo Balanço Anual da Gazeta Mercantil são compostos por empresas não financeiras e também por financeiras. Portanto, para que compuséssemos a amostra foi necessário excluirmos as empresas financeiras das 300 maiores nacionais privadas
- **Período macroeconômico com estabilidade inflacionária** – A abertura financeira e a comercial, conforme destacado no capítulo anterior, começava a ser institucionalizada no início da década de 90, porém nosso estudo sobre o endividamento das empresas nacionais será realizado somente para o período pós Plano Real. Esse período de estudo torna-se conveniente por dois motivos básicos:

⁶ *Balanço Anual da Gazeta Mercantil*, edições de 1994 a 2001. São Paulo: Gazeta Mercantil

- A abertura comercial e a financeira na década de 90 trouxeram indiscutíveis perturbações económicas ao país. A mudança de ideologia política provocou um período de transição entre o modelo de uma economia fechada e a abertura da economia que não achamos interessante estudar pois não refletiria a tendência de endividamento das empresas uma vez que estas também procuravam se adequar ao novo modelo de inserção política e económica nacional
- O estudo do endividamento das empresas nacionais em um cenário macroeconómico com estabilidade inflacionária permite que essas empresas vislumbrem um horizonte de longo prazo e, dessa forma, suas decisões reflitam estratégias mais sólidas e conseqüentemente possamos estudar melhor o endividamento baseado nessas estratégias.

Dessa forma, agrupamos as maiores empresas nacionais não financeiras em quatro grupos principais conforme definição de Almeida (1994) já utilizada no capítulo inicial desse trabalho. Para reforçar a metodologia, esse agrupamento é baseado na composição do capital societário das empresas não financeiras nacionais, vejamos:

Grupo I - 0% a 25% de capital estrangeiro na composição societária

Grupo II - 25% a 50% de capital estrangeiro na composição societária

Grupo III - 50% a 75% de capital estrangeiro na composição societária

Grupo IV - 75% < 100% de capital estrangeiro na composição societária

Partindo da análise das empresas nos anos de 1995 a 2000, obtivemos a seguinte composição :

TABELA 1

Empresas não financeiras no Brasil: Classificação pela porcentagem de participação de Capital estrangeiro

1995 a 2000

Período	Grupo I	Grupo II	Grupo III	Grupo IV	Total
1995	263	4	0	0	267
1996	268	4	0	0	272
1997	264	4	0	0	268
1998	274	2	1	0	277
1999	209	1	0	0	210
2000	190	1	10	1	202

Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001⁷

Nota (1): Grupo I - 0% a 25% de capital estrangeiro
 Grupo II - 25% a 50% de capital estrangeiro
 Grupo III - 50% a 75% de capital estrangeiro
 Grupo IV - 75% < 100% de capital estrangeiro

Primeiramente convém citarmos o número total de empresas a cada ano. Esse número não é de 300 pois retiramos da amostra de todos os anos as empresas financeiras e as estatais. Além disso, para o ano de 1999, nos dados fornecidos pelo Balanço Anual foram catalogadas somente 237 empresas porém estavam misturadas empresas nacionais e grupos estrangeiros. Para resolver esse problema tivemos que retirar, além das empresas financeiras e estatais, as empresas com 100% de capital estrangeiro da amostra, o que resultou no número total de 210 empresas não financeiras privadas. Em 2000 foram catalogadas 311 empresas, retirando as empresas financeiras, as empresas com 100% de capital estrangeiro e as estatais, ficamos com uma amostra de 202 empresas não financeiras nacionais.

⁷ Os Balanços anuais se referem ao ano anterior ao publicado, dessa forma os dados apresentados no Balanço Anual de 1996 se referem ao ano de 1995. O mesmo ocorre para 2001

Como destacado acima, nosso objetivo não é o estudo das empresas financeiras e nem das estatais, porém convém observar que a participação dessas empresas, principalmente dos grandes bancos privados no grupo de empresas financeiras, não é desprezível entre os maiores grupos nacionais. Durante o período estudado observamos uma certa variação na participação das empresas financeiras. As empresas estatais também compõem a amostra, porém em menor número do que as empresas financeiras. Vejamos, a título de curiosidade, os números:

TABELA 2

Brasil: Empresas financeiras e Estatais
1995 a 2000

Período	<i>Número de Empresas Financeiras</i>	<i>Número de Empresas Estatais</i>
1995	32	1
1996	26	2
1997	25	7
1998	15	8
1999	16	11
2000	50	15

Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

Outro fator que precisa ser esclarecido relativamente à metodologia utilizada é a questão de não citarmos o nome das empresas. Isso acontece pois não necessariamente as maiores empresas em algum ano serão as mesmas em outro. Por meio da análise das maiores, sem nos preocuparmos quais são essas empresas, podemos obter uma análise mais funcional. Todavia para efeitos de pesquisa os nomes das empresas poderão ser encontrados nos anexos I a VI desse trabalho.

3.2. Características da composição dos grupos de análise

Uma vez expostos os conceitos metodológicos utilizados, podemos passar à discussão sobre a composição observada na Tabela 1. Observamos primeiramente que as empresas do grupo I são maioria absoluta em todos os anos analisados. Para exemplificarmos essa afirmação, basta observarmos que no ano de 1999, de 210 empresas não financeiras, 209 pertenciam ao grupo I, essas empresas representam, nesse ano, 99,52% das maiores empresas não financeiras do Brasil.

O ano de 2000 é o que apresenta uma menor proporção de empresas do grupo I em relação ao total de empresas observadas. São 190 empresas desse grupo em um total de 202 empresas, o que representa uma participação relativa de 94,05%, ou seja, um número ainda muito alto.

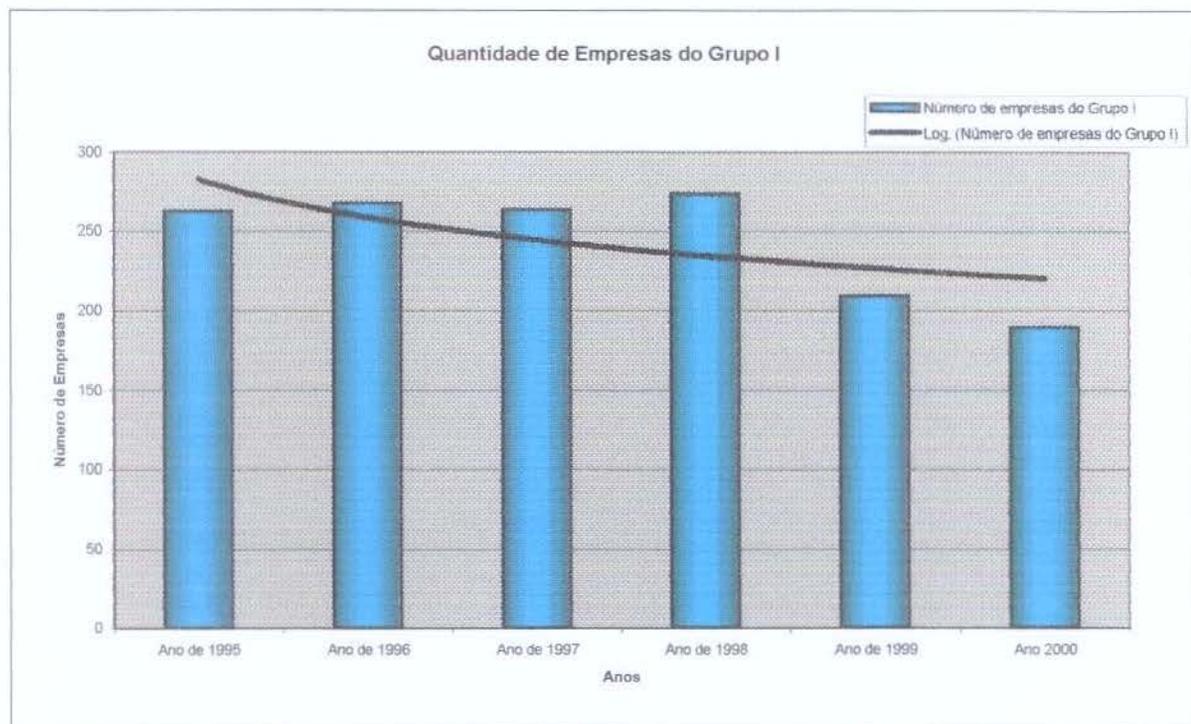
As empresas do grupo II apresentam uma tendência de queda de participação entre as 300 maiores, ao passo que as empresas do grupo III, inexistentes nos dados de 1995 a 1997, passam a ser observadas em 1998 e 2000, culminando com uma participação de 4,95% nesse ano.

As empresas pertencentes ao grupo IV praticamente não são observadas, o que é realmente esperado uma vez que empresas com capital estrangeiro acima de 75% da composição societária provavelmente foram incorporadas totalmente por grupos estrangeiros e a participação de capital nacional nesse caso torna-se extremamente reduzida. Ainda assim, no ano de 2000, uma empresa do grupo IV estava entre a amostra das 202 maiores empresas..

Vejamos os gráficos evolutivos dos quatro grupos em questão e, após sua apresentação, realizaremos uma discussão sobre as tendências observadas em cada grupo quanto ao número de empresas:

Gráfico 1

Empresas não financeiras no Brasil: Número de Empresas do Grupo I (0% a 25% de Capital estrangeiro) - 1995 a 2000



Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

Observamos no Gráfico 1 que a quantidade de empresas do grupo I mantém uma pequena variação entre os anos de 1995 e 1998. No ano de 1999 o número dessas empresas cai consideravelmente, porém isso ocorre devido a amostra de empresas catalogadas pelo Balanço Anual da Gazeta mercantil ser menor do que nos demais anos como denotamos anteriormente..

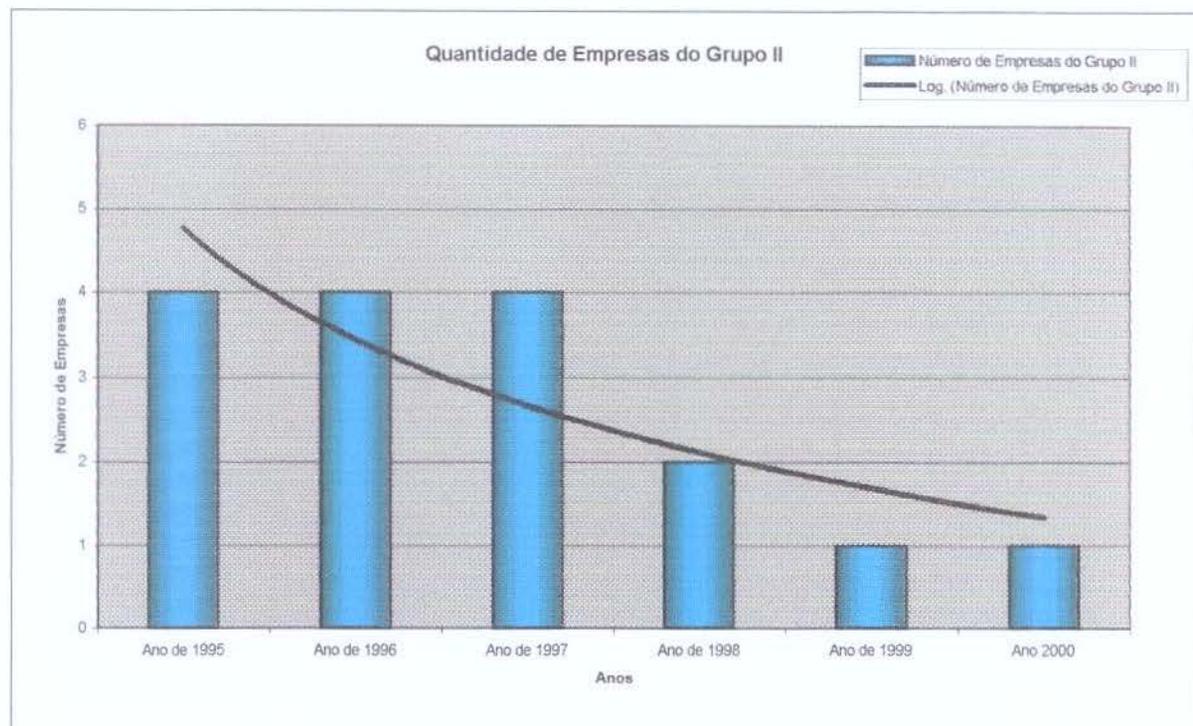
No ano de 2000, no entanto, a queda é real pois o número de empresas da amostra é comparável aos anos de 1995 a 1998.

Essa tendência de queda é representada pela linha de tendência logarítmica do gráfico. Posteriormente na evolução do trabalho levantaremos as prováveis causas desse comportamento.

Vejamos agora o gráfico relativo às empresas do grupo II :

Gráfico 2

Empresas não financeiras no Brasil: Número de Empresas do Grupo II (25% a 50% de Capital estrangeiro)
1995 a 2000



Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

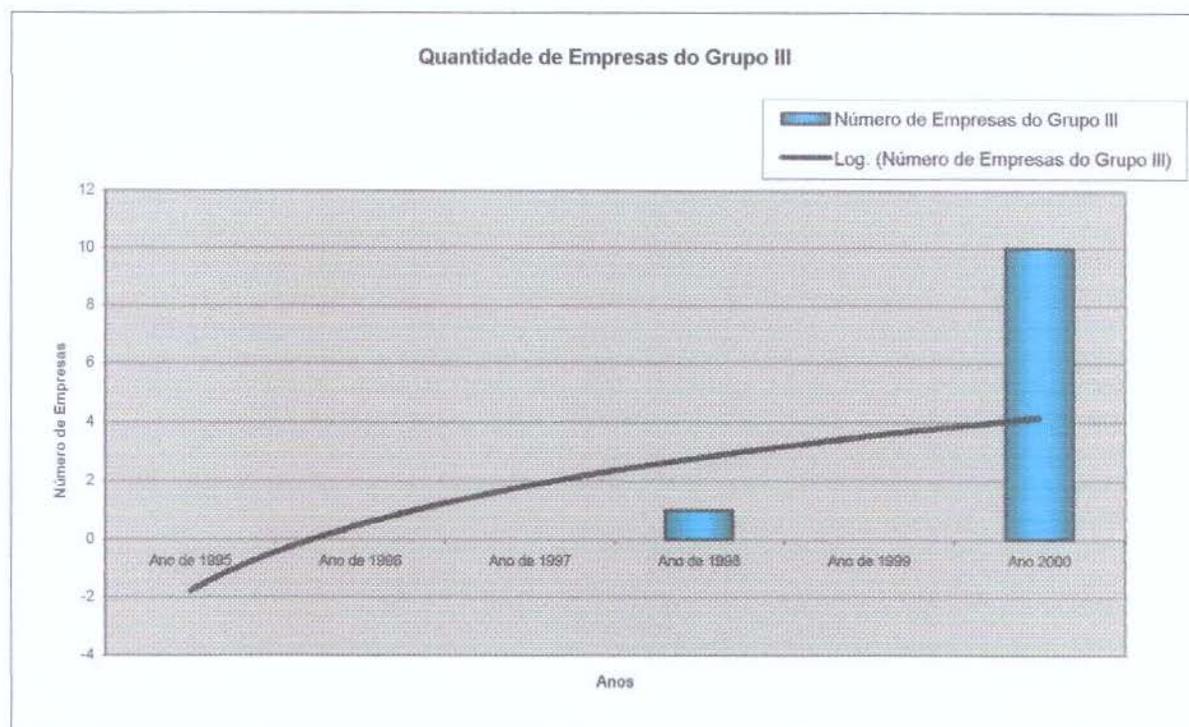
Observamos uma grande tendência de queda das empresas do grupo II entre as maiores empresas nacionais não financeiras no Brasil. Na verdade, a participação dessas empresas nos anos analisados já é bastante reduzida. Podemos observar que nos anos de 1995 e 1997 encontramos a maior participação relativa dessas empresas e esse número corresponde somente a 1,49% das maiores empresas não financeiras nacionais.

Assim como no caso do grupo I, a tendência dessa evolução do número de empresas do grupo II será analisada após termos apresentado a composição gráfica de todos os grupos.

Segue o gráfico da evolução do número de empresas do grupo III:

Gráfico 3

Empresas não financeiras no Brasil: Número de Empresas do Grupo III (50% a 75%
de Capital estrangeiro)
1995 a 2000



Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

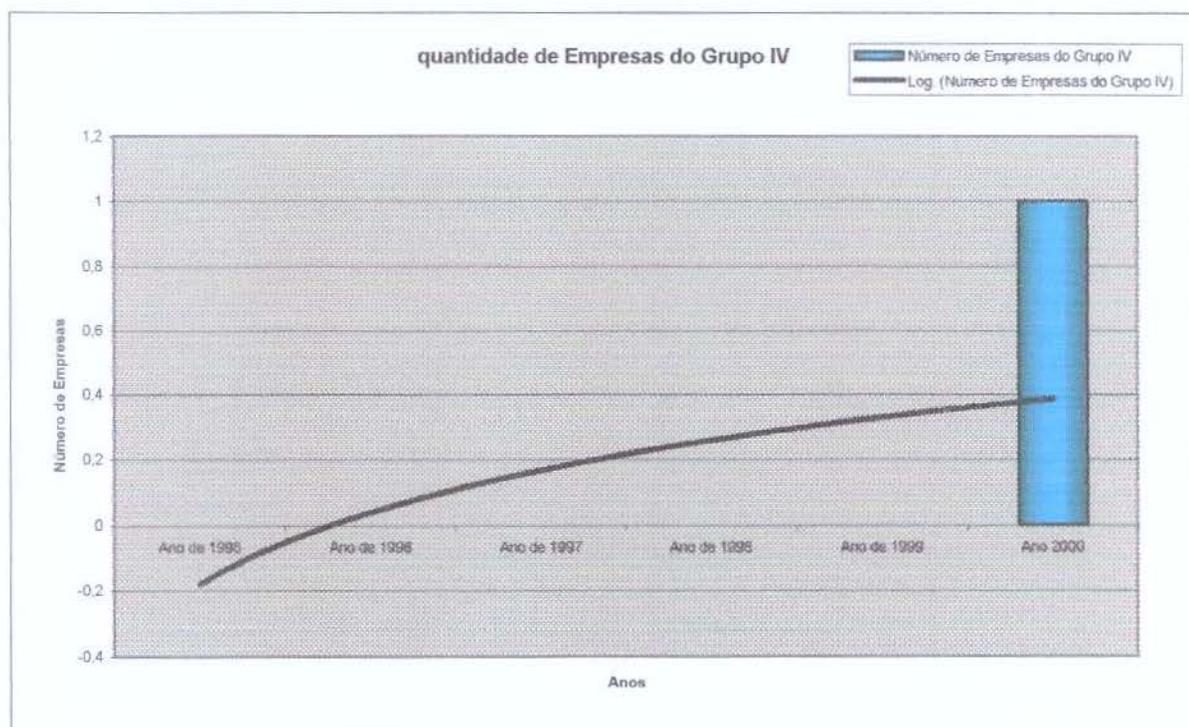
De 1995 a 1997 não foram encontradas empresas do Grupo III entre as maiores empresas não financeiras nacionais. No ano de 1998 surgiu uma empresa e no ano 2000 foram observadas 10 empresas do grupo III.

Observamos então uma tendência, mesmo que irregular, de aumento das empresas desse grupo entre as maiores empresas não financeiras nacionais. Convém também destacar que mesmo com essa tendência de aumento, assim como as empresas do grupo II, a participação desse grupo entre as maiores empresas não financeiras nacionais é muito pequena. Em seu ano de maior participação, 2000, essas empresas correspondem somente a 4,95% do grupo de empresas analisadas, ou seja, 10 empresas entre 202.

Para finalizar, vamos ao gráfico da evolução do número de empresas do grupo IV :

Gráfico 4

Empresas não financeiras no Brasil: Número de Empresas do Grupo IV (75% < 100% de Capital estrangeiro)
1995 a 2000



Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

Primeiramente convém ressaltar que essa empresa relacionada no grupo IV ainda é considerada nacional pois apesar de possuir acima de 75% de capital estrangeiro em sua composição societária, essa proporção não chega aos 100%, ou seja, existe capital nacional em sua composição de capital.

Percebemos que empresas com grande participação de capital estrangeiro em sua composição societária acima de 75% não foram observadas nos anos de 1995 a 1999, somente no ano 2000 uma empresa desse grupo foi encontrada entre as maiores empresas.

Baseado no estudo relativo ao número de empresas dos quatro grupos estudados pode-se realizar uma importante observação: Percebe-se uma tendência de aumento de capital estrangeiro na composição acionária das maiores empresas não financeiras nacionais. Observamos durante os anos estudados um aumento, mesmo que proporcionalmente pequeno, das empresas do grupo III e o surgimento de uma empresa do grupo IV nos anos finais da década de 90. Empresas do grupo III, inexistentes entre os maiores grupos não financeiros nacionais em 1995, 1996 e 1997 chegam ao número de 10 em 2000. Uma empresa do Grupo IV, que nem mesmo apareceu em todos os anos estudados, apareceu no ano de 2000.

Qual será o motivo para esse aumento, voltamos a ressaltar, pequeno relativamente porém de grande importância para a mudança da composição dos grupos empresariais, durante os anos de 1995 a 2000 ?

Uma explicação plausível para esse comportamento pode ser encontrada nos processos de fusões e aquisições ocorridos durante a década de 90 após o processo de abertura comercial financeira. A tabela abaixo ilustra o volume dessas transações durante os anos estudados:

TABELA 3

Fusões e Aquisições por setores econômicos não financeiros
1995 a 2000

Principais Setores	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Alimentos, Bebidas e Fumo	24	38	49	36	26	36
Químico e petroquímico	13	18	22	25	2	12
Metalurgia e siderurgia	9	17	18	23	9	11
Elétrico e eletrônico	14	15	19	9	5	5
Telecomunicações	8	5	14	31	47	26
Tecnologia da Informação	7	11	8	8	28	57
Outros	116	204	204	204	157	219

Fonte : KPMG⁸ apud Diniz, E & Boschi, R.R (2002)

⁸ Estudo da KPMG encontrado no trabalho de Diniz, E & Boschi, R.R. *Reformas Econômicas e Perspectivas do Capitalismo no Brasil dos anos 90: Empresário, Democracia e Equidade*. Niterói (2002). Foram retiradas as colunas relativas aos anos de 1992 a 1994 e a linha relativa aos estudos das fusões e aquisições no setor financeiro.

Observa-se um volume muito grande de fusões e aquisições ocorrendo ao longo dos anos estudados. Esse volume é responsável por uma grande variação da composição de capital das empresas nacionais não financeiras. Além disso, percebe-se duas tendências diferentes nos anos estudados. O período de 1995 a 1997, corresponde à implementação do Plano Real e estabilização da economia, estimulando novas transações, sobretudo no segmento eletro-eletrônico. No segundo período, cobrindo até o ano 2000, ocorre o avanço da entrada de capital estrangeiro na compra de empresas nacionais aumentando o número de transações nos setores de telecomunicações e tecnologia da informação.

O segundo fato, denotado acima, explicaria satisfatoriamente essa mudança de tendência observada nos grupos estudados, mostrando um aumento das empresas com maior participação de capital estrangeiro em sua composição societária. Esse fato explicaria ainda a diminuição da participação das empresas do grupo II, que por possuírem previamente capital estrangeiro em sua composição, foram empresas preferenciais para a aquisição por grupos estrangeiros, o que as tornou em alguns casos empresas internacionais, deixando, dessa forma, de fazer parte de nosso estudo.

Realizada a análise da evolução do número de empresas dos 4 grupos propostos das maiores empresas nacionais não financeiras durante os anos de 1995 a 2000, no próximo item iremos passar à análise do endividamento dessas empresas para verificar a estratégia utilizada pelas mesmas quanto a seu financiamento.

3.3. O endividamento das maiores empresas não financeiras nacionais

Como frisado no início do capítulo, o objetivo principal desse estudo é verificar a questão do financiamento das maiores empresas nacionais não financeiras. Para tanto é necessário discutir primeiramente qual será o conceito de endividamento utilizado no trabalho e como os números foram obtidos.

Os Balanços Anuais da Gazeta Mercantil fornecem o valor, para cada empresa, do endividamento geral das mesmas. Esse valor é obtido através da soma do **Passivo Circulante** (incluindo as duplicatas descontadas durante o ano em exercício, quando existir) com o **Exigível a Longo Prazo** dividido pelo **Patrimônio Líquido**. O número obtido reflete a proporção de recursos de terceiros, que é a soma Passivo Circulante e Exigível a Longo Prazo, em relação aos recursos próprios da empresa, que é mensurado pelo Patrimônio Líquido.

Baseado nesses números e na divisão dos quatro grupos de análise, foi calculado em cada ano o valor médio da dívida das empresas de cada grupo e com isso pudemos obter o seguinte resultado:

TABELA 4

Valor Médio do endividamento dos grupos de análise (%)
1995 a 2000

Período	Grupo I	Grupo II	Grupo III	Grupo IV
Ano de 1995	37,12	24,00	0,00	0,00
Ano de 1996	38,07	45,63	0,00	0,00
Ano de 1997	40,22	45,95	0,00	0,00
Ano de 1998	35,18	56,20	132,20	0,00
Ano de 1999	43,12	84,40	0,00	0,00
Ano 2000	43,72	30,20	52,00	40,10

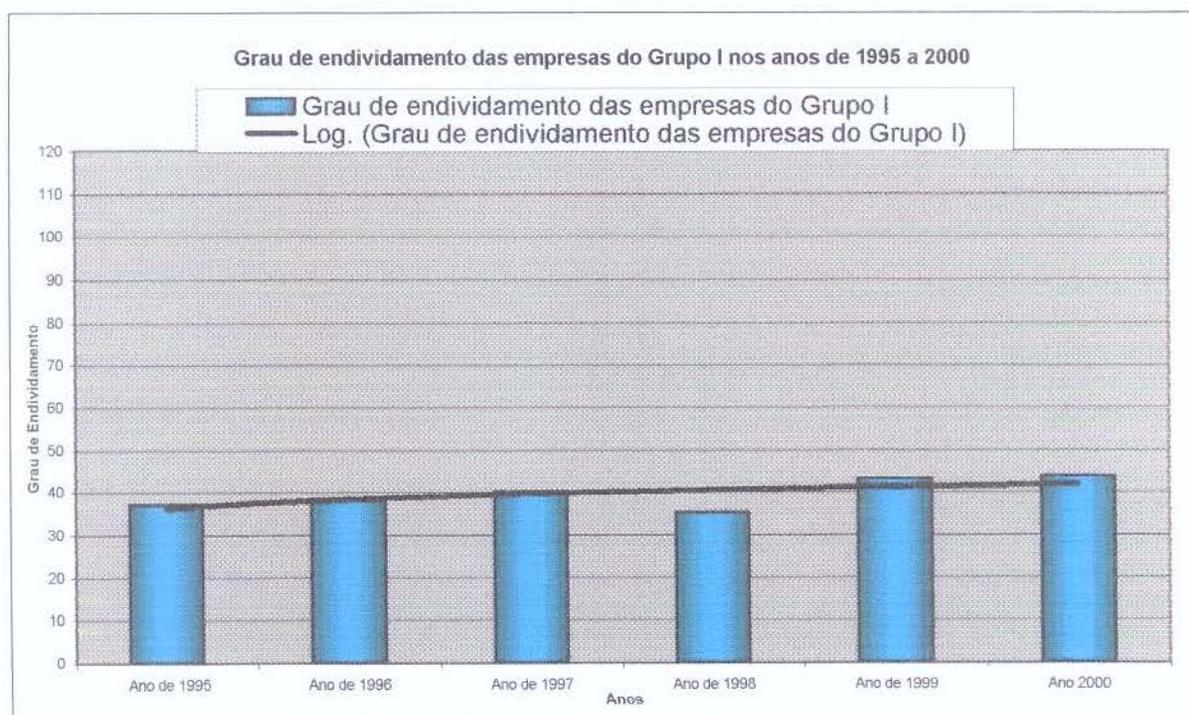
Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

Através da análise da tabela podemos retirar algumas informações importantes. A primeira delas é sobre o comportamento do endividamento das

empresas do grupo I. Observamos que o maior valor observado é 43,72% no ano de 2000. Esse valor indica que o endividamento médio das empresas do grupo I no ano de 2000 foi de 43,72%, ou seja, as empresas desse grupo possuem um nível de recursos de terceiros, utilizados em seu financiamento, no valor de 43,72% de seu Patrimônio Líquido. Esse valor varia dentro do intervalo de 37% a 43% aproximadamente entre os anos de 1995 a 1999. Podemos através desses valores atribuir uma tendência de manutenção do nível de endividamento das empresas desse grupo, a discussão sobre a representatividade desses níveis de endividamento, ou seja, se esses valores são altos ou baixos bem como a análise dos demais grupos será feita posteriormente. Vejamos o gráfico desses valores:

Gráfico 5

Níveis de Endividamento das empresas do Grupo I (0% a 250% de Capital estrangeiro)
1995 a 2000



Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

Observamos uma pequena tendência de aumento dos níveis médios de endividamento das empresas do grupo I. Porém como o intervalo de variação é

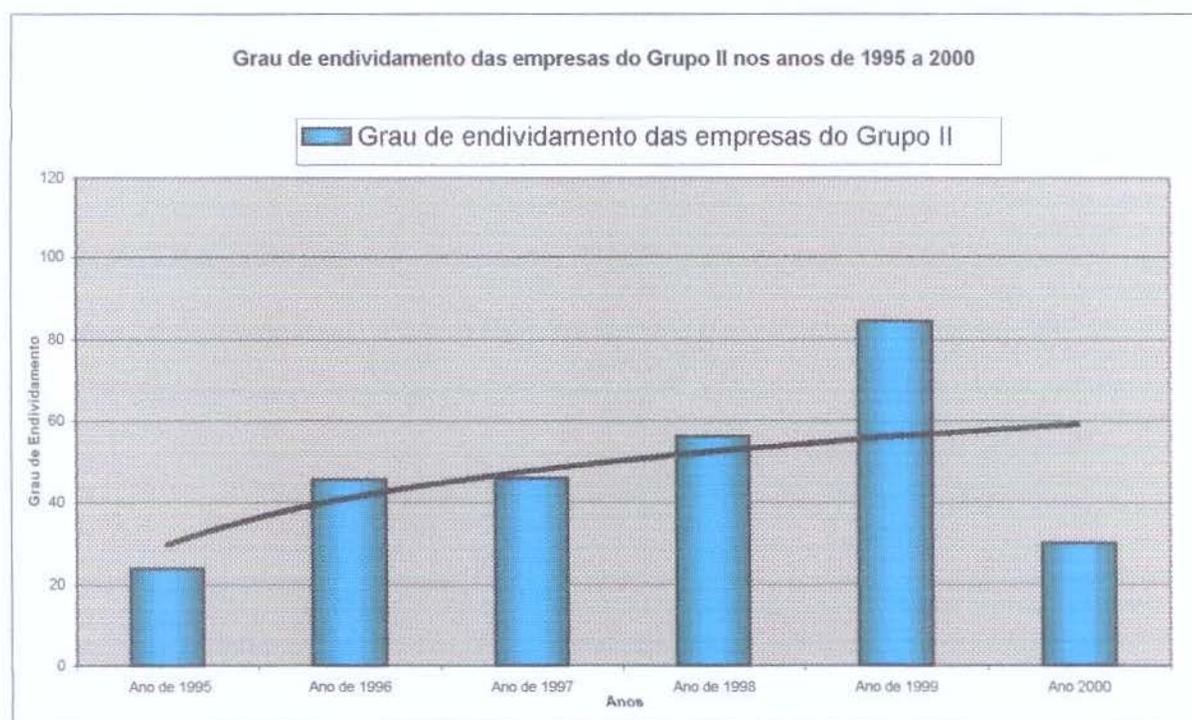
pequeno, podemos considerar que o comportamento dos níveis médios de endividamento não apresentou uma variação significativa entre os anos estudados e, dessa forma, pode ser considerado uniforme entre 1995 e 2000.

Essa tendência não mostra que mesmo com a abertura financeira ocorrida, as empresas do grupo não apresentam uma tendência ao aumento do endividamento para se financiarem. Nas conclusões tais afirmativas serão mais claramente desenvolvidas.

Vejamos agora o gráfico dos níveis de endividamento das empresas do grupo II :

Gráfico 6

Níveis de Endividamento das empresas do Grupo II (25% a 50% de Capital estrangeiro)
1995 a 2000



Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

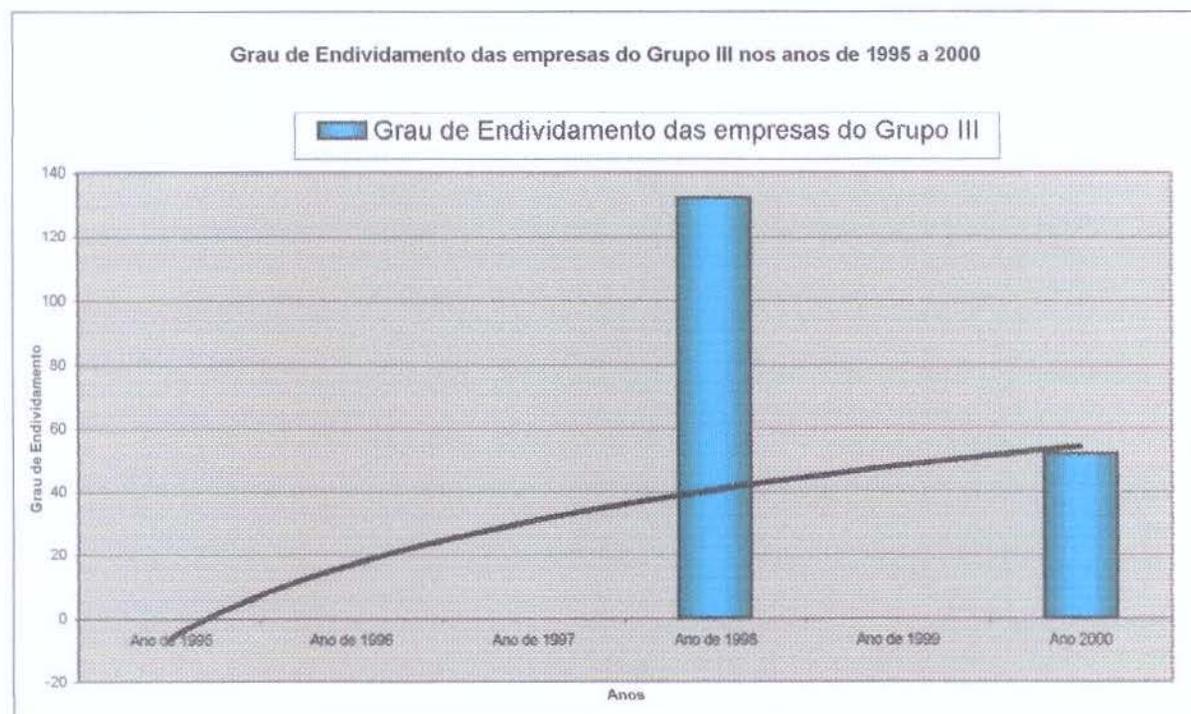
Ao contrário das empresas do grupo I, percebemos uma tendência de aumento do grau de endividamento das empresas do grupo II. Essa tendência de aumento ocorre até o ano de 1999 e no ano de 2000 percebemos claramente uma

diminuição dos níveis de endividamento dessas empresas. Na verdade, as empresas que compuseram o grupo II no ano de 2000 possuem realmente um nível de endividamento menor do as empresas desse grupo em anos anteriores.

O que é realmente interessante discutirmos é que a tendência de endividamento desse grupo é totalmente diferente da tendência do grupo I, observamos uma tendência de crescimento, que possivelmente é influência da composição de capital dessas empresas, pois possuem acima de 25% de sua composição societária formada por capital estrangeiro. Para termos uma idéia comparativa, o maior índice de endividamento médio observado nas empresas do grupo I foi no ano de 2000 com um valor 43,72% ao passo que, para o grupo II, com exceção dos anos de 1995 e 2000, os valores de endividamento médio ficaram na casa dos 45% a 84% aproximadamente, ou seja, níveis maiores de endividamento. Para podermos discutir melhor essa questão, vamos ao gráfico relativo às empresas do grupo III:

Gráfico 7

Níveis de Endividamento das empresas do Grupo III (50% a 75% de Capital estrangeiro)
1995 a 2000



Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

Esse grupo é o mais complicado para analisarmos. Nos anos de 1995, 1996, 1997 e 1999 não foram registradas empresas pertencentes a esse grupo entre as maiores empresas não financeiras nacionais. No ano de 1998, o nível de endividamento observado chegou à casa dos 132%, porém esse número não pode ser considerado para nossa análise pois representa o endividamento de somente uma empresa, é um valor individual e não um valor médio e não pode, portanto, ser considerado para efeitos comparativos pois nosso estudo é sobre o comportamento do endividamento médio dos grupos de empresas.

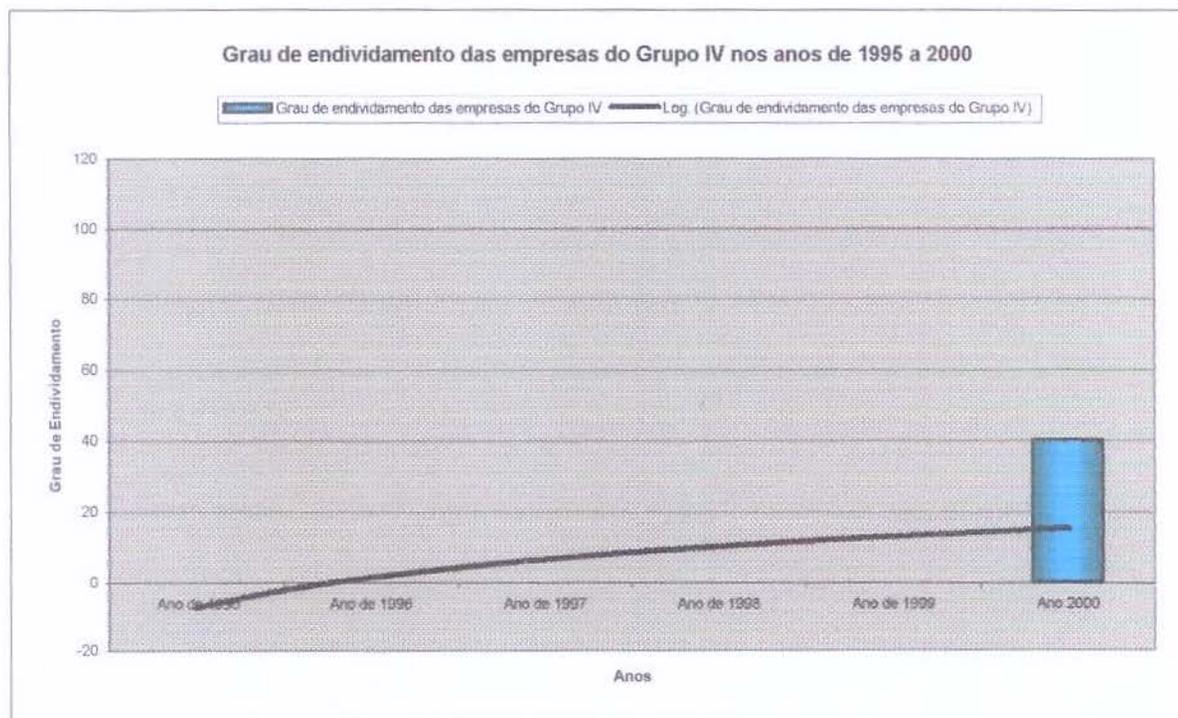
Em 2000 foram observadas 10 empresas desse grupo com um nível de endividamento médio de 52%. Esse valor já é maior que o valor do endividamento médio das empresas do grupo I. Percebe-se claramente uma tendência diferenciada entre as empresas do grupo I e as empresas dos grupos II e III. Ao passo que as empresas do grupo I possuem um valor de endividamento médio que não ultrapassa 44% de seu Patrimônio Líquido, as empresas do grupo II e III ultrapassam esse valor. O que ocorre definitivamente é que a tendência de endividamento parece mudar conforme muda a composição societária das empresas.

Empresas com maiores porções de capital estrangeiro em sua composição societária possuem uma propensão maior a financiar-se via endividamento. Isso pode ocorrer por vários motivos, dentre os quais podemos destacar a forma operacional de empresas com capital estrangeiro. Esse tipo de empresa possui estrangeiros em seu controle, mesmo com sócios nacionais. A presença de sócios internacionais, atuantes também nos mercados externos, possibilita a essas empresas maior facilidade em captação de recursos junto a entidades internacionais. Além disso, com a abertura financeira ocorrida no Brasil, o volume de capital ofertado é consideravelmente grande, o que permite a empresas que possuem uma propensão a endividar-se a tomar parte dos recursos disponíveis para seu financiamento. Infelizmente, devido ao fato de termos encontrado somente uma empresa do grupo IV não poderemos estender esse estudo para tal grupo, porém segue abaixo o gráfico de endividamento da única empresa

encontrada, observando que o valor não é representativo para realizarmos nenhuma análise pois não reflete a tendência de um grupo mais sim a característica de somente uma empresa:

Gráfico 8

Níveis de Endividamento das empresas do Grupo III (75% a 100% de Capital estrangeiro)
1995 a 2000



Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

Conforme dito anteriormente, foi encontrada somente uma empresa desse grupo durante todos os anos de análise e seu endividamento não é representativo para levantarmos nenhuma questão sobre o comportamento do endividamento de empresas pertencentes a esse grupo.

Através da análise dos gráficos de endividamento desses grupos pudemos observar que existe uma relação proporcional entre o aumento de capital estrangeiro na composição societária das empresas e seu grau de endividamento, ou seja, conforme aumenta a participação de capital estrangeiro na empresa aumenta sua propensão ao endividamento para financiar-se.

Baseados nessas constatações, podemos formular a seguinte questão : Mesmo havendo essa tendência relatada sobre a relação entre capital estrangeiro e propensão ao endividamento para financiar-se, esses níveis de endividamento observados para os grupos estudados é alto ?

Observamos que não. O endividamento médio de todos os grupos é mantido de forma que as empresas possam manter-se solventes em casos de crise, ou seja, o ativo da empresa mantém-se maior que seu passivo. Durante nossa análise pudemos notar que somente no ano de 1998 para as empresa do grupo III o endividamento médio foi superior a 100%, ou seja, maior que o valor do Patrimônio Líquido das empresas desse grupo e isso ocorreu devido ao fato de não termos um valor médio e sim o endividamento da empresa observada⁹. que conclusões podemos tirar desses números ?

A primeira é que a experiência vivida pelas empresas nacionais na década de 80 parece que realmente transformou o modo de financiamento das empresas. A preferência por manter uma estrutura de endividamento que permita a solvência dessas empresas é clara tendo em vista os níveis de endividamento observados. A empresa não financeira nacional adequou sua funcionalidade ao auto financiamento para evitar problemas como o ocorrido no início da década de 80, quando teve que se adequar a duras penas à falta de capitais externos para seu financiamento. Na década de 90, mais precisamente após o Plano Real, o cenário macroeconômico é totalmente diferente, tem-se o cenário internacional recuperado, o que resulta em afluxos de capitais, tanto especulativos como produtivos para os países em desenvolvimento e conseqüentemente para o Brasil e temos um cenário econômico interno estável e sem inflação, mesmo assim o nível de endividamento mantém-se em patamares seguros, não há alavancagem na tomada de recursos para financiamento.

Outra conclusão é conseqüência da supra citada. Os fluxos de capitais que entram no Brasil após a institucionalização do Plano Real, ou seja, a partir de meados de 1994, são em sua grande maioria especulativos, ou seja, procuram especular sobre a taxa de juros brasileira. Porém também existem os fluxos de

⁹ Ver anexo IV

capitais para a produção, em menor escala é certo, que são responsáveis pelo surgimento das empresas do grupo III e IV e que participam em grande parte dos processos de fusões e aquisições observados na tabela 3 desse trabalho. Dessa forma, uma outra possível razão para as empresas nacionais não financeiras manterem seus níveis de endividamento em patamares relativamente baixos é, mesmo com entrada de recursos externos para o financiamento produtivo no Brasil, a baixa escala do mesmo em comparação à entrada de capitais especulativos tendo em vista que a lucratividade do mercado financeiro é maior do que a do investimento produtivo dado a altíssima taxa de juros básica da economia durante todo o período pós Plano Real.

Esse fator, no entanto, não prejudica a lucratividade das empresas não financeiras nacionais. Essas empresas apresentam, em todos os anos e para todos os grupos quando observados, uma taxa média de lucro líquido positiva. Vejamos uma tabela sobre essa questão:

TABELA 5

Valor Médio¹⁰ do Lucro Líquido dos grupos de análise (em R\$ milhares)
1995 a 2000

Período	Grupo I	Grupo II	Grupo III	Grupo IV
Ano de 1995	15965,56	14164,77	0,00	0,00
Ano de 1996	10232,10	6684,25	0,00	0,00
Ano de 1997	7973,87	45425,50	0,00	0,00
Ano de 1998	30145,12	42259,67	-12627,00	0,00
Ano de 1999	49472,15	7080,00	0,00	0,00
Ano 2000	55611,56	4728,50	242500,10	67554,00

Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

¹⁰ O Grupo III em 1998 e o grupo IV no ano 2000 apresentam somente uma empresa, portanto seu lucro líquido representa o valor do lucro da empresa e não um valor médio, não sendo adequado, portanto, para análise.

Esses valores foram obtidos através da mesma metodologia utilizada para obtenção dos índices médios de endividamento, ou seja, através da média padronizada dos valores individuais de lucro líquido das empresas de cada grupo. Convém novamente destacar que o valor do grupo III em 1998 e do grupo IV em 2000 reflete o lucro líquido individual de uma empresa e não um valor médio, o que torna o dado inadequado para análise.

Para finalizarmos a análise desse capítulo falta ainda discutir uma questão. No capítulo inicial desse trabalho destacamos que as empresas estatais arcaram com o custo do processo de redução involuntária do endividamento das empresas nacionais não financeiras no início da década de 80. Isso aconteceu pois até 1982, ano da moratória do México, os fluxos de capitais para os países em desenvolvimento e conseqüentemente para o Brasil já estavam escassos porém ainda existiam. As empresas estavam com dificuldades para conseguir negociar financiamento externo pois possuíam garantias mínimas como contrapartida a esses empréstimos, além disso, algumas já estavam em situação *Ponzi*, ou seja, adquirindo dívida para conseguir rolar a sua dívida, estavam com altos índices de endividamento e com seu passivo superando em muito seus ativos. Sendo assim, até o ano de 1982 coube às estatais e a alguns setores do governo a negociação de financiamento externo para repassar às empresas internamente já que tais agentes econômicos possuíam credibilidade pois eram amparadas pelo governo. As empresas nacionais não financeiras privadas continuaram com a tendência dos anos 80 de não se endividar irresponsavelmente, e as empresas estatais¹¹ ? Como será o comportamento do endividamento e conseqüentemente do financiamento da dívida das empresas estatais no período pós Plano Real ?

Vejamos a tabela a seguir :

¹¹ Trataremos das empresas Estatais pois foram dedicadas algumas linhas de análise sobre o comportamento das mesmas no capítulo 1 desse trabalho

TABELA 6

Composição das empresas estatais entre os maiores grupos nacionais
1995 a 2000

Período	Estatais
<i>Ano de 1995</i>	1
<i>Ano de 1996</i>	2
<i>Ano de 1997</i>	7
<i>Ano de 1998</i>	8
<i>Ano de 1999</i>	11
<i>Ano 2000</i>	14

Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

Essa tabela mostra a presença das empresas estatais entre as maiores empresas nacionais nos anos de 1995 a 2000. Observamos uma crescente participação das estatais durante esses anos culminando com 14 empresas no ano de 2000. Qual a razão para o aumento do número dessas empresas entre as maiores empresas nacionais ? Como sabemos, a era FHC foi marcada por um forte processo de privatização das empresas do estado baseados na lógica neoliberal de que o Estado deve ser o “Estado mínimo”. Com isso, as empresas estatais, que desde a década de 70 com o II PND, eram sacrificadas para garantir o funcionamento da economia, realizando investimentos em áreas de infraestrutura e de alto risco e, além disso, intermediavam as transações para entrada de financiamento externo - procedimento aliás utilizado até o início da década de 80 como destacamos acima - estavam em estado deplorável. Endividadas, insolventes e com baixo valor de mercado, para serem privatizadas precisariam de grande ajuda do governo federal para transformar tais empresas em bons negócios aos olhos de possíveis compradores.

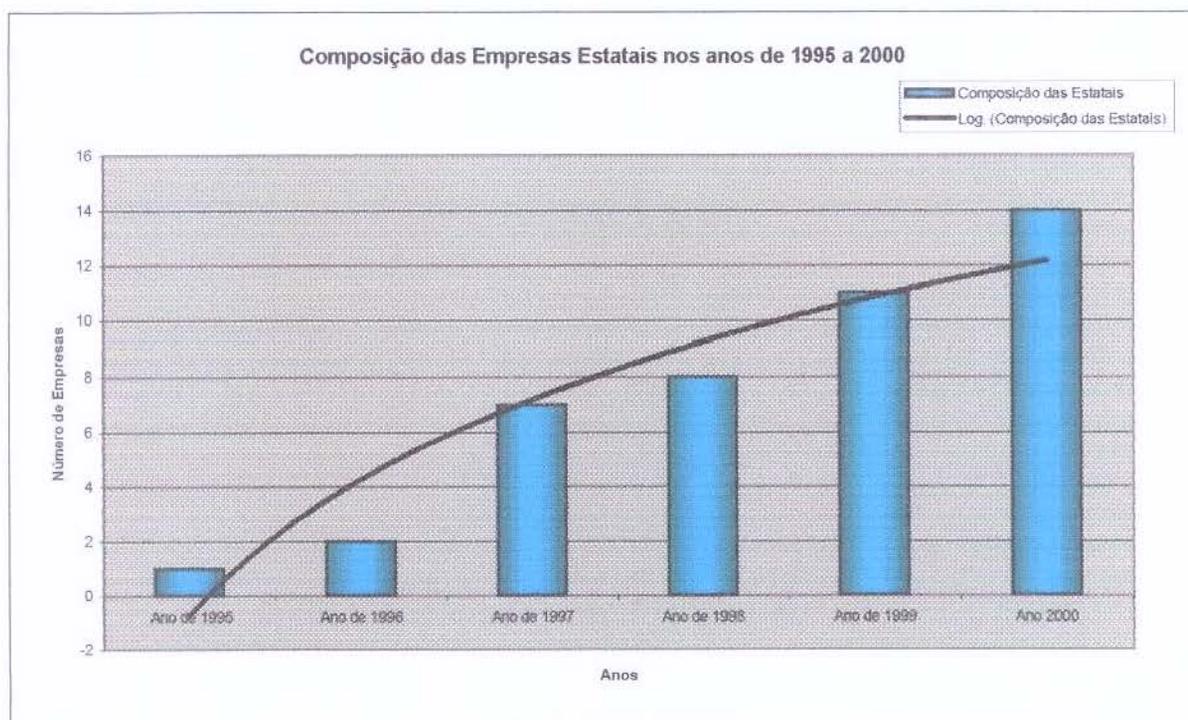
Foi exatamente isso que aconteceu. Durante a década de 90 as empresas estatais passaram por um processo contínuo de revitalização. Grandes investimentos foram feitos para que tais empresas pudessem tornar-se novamente lucrativas e conseqüentemente obterem um maior valor de venda em possíveis

processos de privatização. Isso fez com que ao longo do governo FHC tais empresas crescessem e passassem a integrar o grupo das maiores empresas nacionais pois se tornaram mais eficientes. Esse processo passou a ocorrer em maior escala culminando com 14 empresas estatais entre as maiores empresas nacionais no ano de 2000.

Vejamos o gráfico que ilustra a composição das estatais entre as maiores empresas nacionais:

Gráfico 9

Composição das empresas Estatais no Brasil
1995 a 2000



Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

Observamos claramente a tendência de aumento da participação das empresas estatais entre as maiores empresas nacionais. Outro fator que pode explicar esse aumento é que existem estatais que tiveram parte de sua composição acionária vendida porém o governo ainda detém participação em sua composição de capital. Para efeitos metodológicos consideramos essas empresas ainda como estatais, mesmo que possuam certa quantidade de capital privado em

sua composição. Com a incorporação das mesmas por grupos privados, essas empresas tornaram-se mais eficientes para poder gerar receitas para seus acionistas, o que explica sua crescente participação entre as maiores empresas nacionais.

E quanto ao endividamento das mesmas ? Vejamos a seguinte tabela

TABELA 7
Endividamento médio¹² das empresas estatais no Brasil
1995 a 2000

Período	Estatais
<i>Ano de 1995</i>	21,30
<i>Ano de 1996</i>	53,10
<i>Ano de 1997</i>	50,13
<i>Ano de 1998</i>	121,73
<i>Ano de 1999</i>	45,12
<i>Ano 2000</i>	48,01

Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

O endividamento médio foi obtido através da mesma metodologia utilizada para os grupos I a IV, ou seja, foi realizado o cálculo da soma do **Passivo Circulante** (incluídas as duplicatas descontadas durante o ano em exercício, quando existir) com o **Exigível à Longo Prazo** dividido pelo **Patrimônio Líquido**. Esse número obtido reflete a proporção de recursos de terceiros (soma Passivo Circulante e Exigível à Longo Prazo) em relação aos recursos próprios da empresa, que é mensurado pelo Patrimônio Líquido. Após a realização desse cálculo foi utilizada a média padronizada dos índices de endividamento de cada ano.

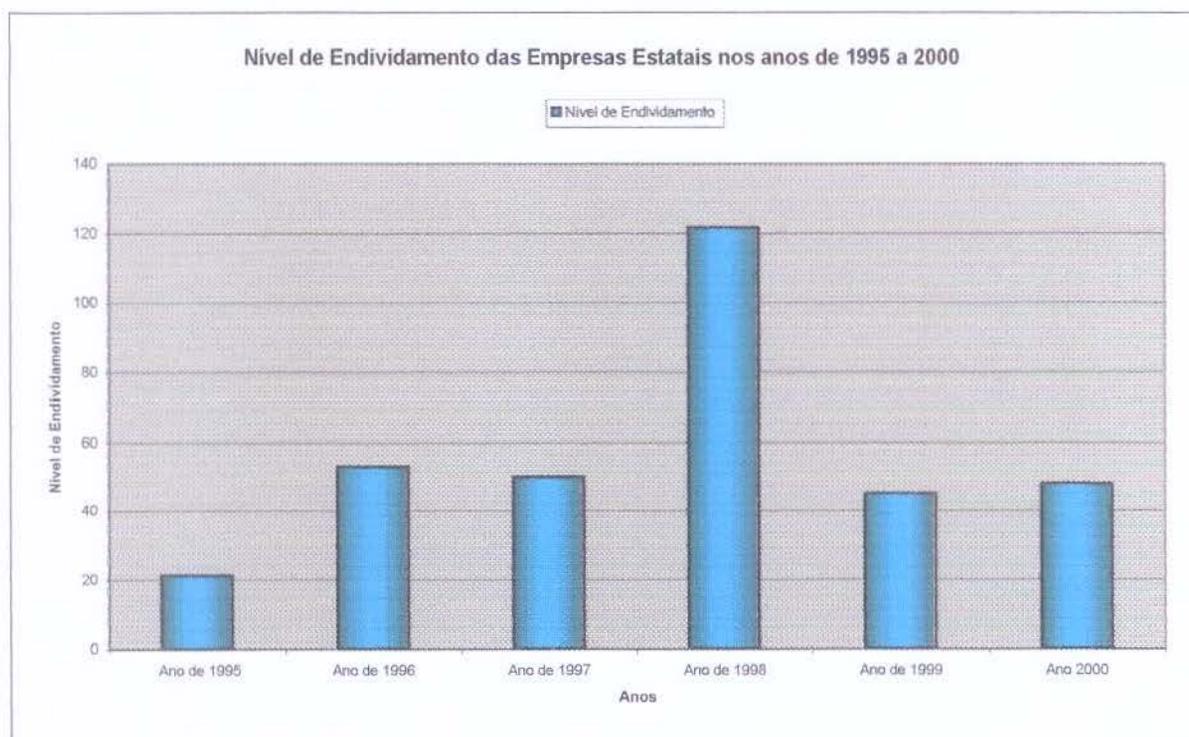
Observamos no ano de 1998 um valor muito alto de endividamento médio, isso ocorreu devido ao fato de encontramos na amostra empresas com índices de

¹² Para o ano de 1995 somente uma empresa estatal foi encontrada entre as maiores empresas nacionais. Dessa forma os valores de endividamento desse ano não são médios e sim o endividamento da empresa encontrada.

endividamento de 153,0% e 231,0% por exemplo, o que elevou o valor médio de endividamento. No ano de 1995 não podemos realizar nenhuma análise pois o valor de endividamento reflete o resultado de somente uma empresa, nos demais anos, 1996, 1997, 1999 e 2000 percebemos valores próximos aos valores encontrados entre os grupos de estudo. Vejamos o gráfico do endividamento:

Gráfico 10

Endividamento médio das empresas Estatais no Brasil
1995 a 2000



Fonte : Gazeta Mercantil, Balanços Anuais 1996 a 2001

Com exceção do ano de 1998, onde percebemos um alto índice de endividamento para tais empresas, os índices de endividamento das empresas estatais comportam-se como os índices dos grupos de empresas estudadas nesse capítulo. Isso ocorre devido ao fato das empresas estatais passarem por processos de privatização de parte de seu capital ou mesmo pelo auxílio dado pelo governo federal para aumentar a eficiência das mesmas como explicitamos anteriormente.

Para exemplificarmos, a empresa estatal que possuía um índice de endividamento de 231,0% em 1998 passa para índices de endividamento de 51,5% em 1999 e 61% em 2000.

A conclusão que podemos tirar sobre as estatais é que, ao contrário de seu papel de provedoras do desenvolvimento nacional através de seu próprio sacrifício nas décadas de 70 e 80, no período pós Plano Real essas empresas tornam-se competitivas, buscando agora um papel de destaque no cenário nacional e internacional. Assim como as empresas nacionais não financeiras privadas as estatais passam por um processo de reestruturação buscando saúde financeira, baixo endividamento e ganho de eficiência.

4. Conclusão

Ao longo desse trabalho procuramos desenvolver uma linha de raciocínio que permitisse elucidarmos o cenário macroeconômico da década de 80, com a crise enfrentada não somente pelo Brasil mas por todos os países endividados com capitais externos. Procuramos mostrar, nesse cenário, o caminho seguido pelas empresas para seu financiamento face à escassez de fluxos de capitais para o Brasil.

Após realizada essa análise procuramos mostrar a ideologia utilizada pelos países desenvolvidos para a implantação de um esquema neoliberal nos demais países do mundo. Pudemos constatar que esse modelo foi adotado pelo Brasil na década de 90, seguindo a ideologia pregada pelo "Consenso de Washington", porém demonstramos que esse modelo é funcional somente enquanto exista liquidez internacional para mantê-lo. O Brasil abriu suas portas para o livre comércio e para os fluxos de capitais, agora abundantes devido à recuperação do cenário econômico mundial, ou seja, os fluxos de capitais, escassos na década de 80, voltaram ao Brasil com força total na década de 90.

As empresas não financeiras nacionais, obrigadas a se adequarem ao auto financiamento na década de 80 para manterem-se vivas, enfrentam um cenário de abundância de capitais para seu financiamento na década de 90, porém, conforme observamos, o nível de endividamento das empresas dos quatro grupos estudados é baixo, indicando uma clara preferência por não se endividarem acima de níveis que compliquem a solvência financeira dessas empresas. Infelizmente observamos poucas empresas com maior quantidade de capital estrangeiro em sua composição societária, que são as empresas do grupo III e IV, porém pudemos notar que as empresas dos grupos II e III possuem uma maior tendência ao endividamento do que as empresas do grupo I. Isso parece estabelecer uma relação de positiva entre o aumento de capital estrangeiro na composição societária das empresas e seus níveis de endividamento.

Podemos realizar a seguinte pergunta: Qual é a razão que leva empresas com maior quantidade de capital estrangeiro em sua composição societária a

obterem maior quantidade de financiamento de terceiros, tendo em vista que havia financiamento suficiente para atender a todos os grupos de empresas, devido ao fato da existência em abundância de fluxos de capitais internacionais ? Uma possível resposta para tal questão é que os fluxos de capitais internacionais que adentraram o país desde a abertura financeira e a comercial no início da década de 90 e principalmente após o Plano Real vieram em busca de altos ganhos financeiros devido à taxa de juro básica altíssima paga no país.

Essa taxa de juros foi uma das grandes âncoras do Plano Real, pois possibilitava o financiamento do balanço de pagamentos nacional estruturalmente deficitário em sua conta de transações corrente através da atração de capital externo com a manutenção da alta taxa de juro. Dessa forma, os capitais externos entraram no Brasil em larga escala porém somente uma pequena parcela foi para o financiamento do investimento direto em empresas.

Sendo assim, a grande maioria das empresas não se beneficiou do capital externo para seu financiamento, é o caso das empresas do grupo I por exemplo. As empresas com maior participação de capital estrangeiro em sua composição societária, como é o caso do Grupo II e III, apresentaram um maior índice de endividamento do que as empresas do grupo I, o que indica que essas empresas possuem uma maior tendência ao endividamento.

A maioria das empresas com baixa participação de capital estrangeiro em sua composição societária, ou seja, as empresas do grupo I, passaram pelo período de restrição de financiamento da década de 80 e, dessa forma, pelo processo de redução de seus níveis de endividamento e conseqüentemente ajuste ao auto financiamento. As empresas com maior participação de capital estrangeiro em sua composição societária possuem outra ideologia de funcionamento. Em sua maioria são empresas nacionais que passaram por processos de fusões e/ou aquisições por parte de empresas estrangeiras interessadas em lucrar com tais transações. Dessa forma essas empresas passam a operar baseadas na decisão conjunta dos sócios nacionais e internacionais e o endividamento é uma forma das mesmas modernizarem seus ativos e realizarem investimentos para obterem

vantagens competitivas no mercado interno, o que explicaria seus níveis de endividamento maiores que as empresas do grupo I.

A constatação mais interessante do trabalho, porém, é relativa às empresas do grupo I. Essas empresas praticamente não apresentam capital externo em sua composição societária, são a melhor base comparativa que podemos ter com as empresas da década de 80 e possuem a mesma ideologia de financiamento observado na década de 80. A diferença é que, nos anos 80, logo após a crise do México, os fluxos de capitais deixaram de adentrar os países em desenvolvimento e com isso nossas empresas foram obrigadas a adotar o modelo de auto financiamento para sobreviverem à crise da dívida. Na década de 90, especialmente no período pós Plano Real, o financiamento internacional era uma realidade no Brasil, porém os níveis de endividamento das empresas mantiveram-se em níveis que podemos considerar baixos.

As empresas estatais, ao contrário das empresas nacionais não financeiras privadas, mudaram sua tendência de endividamento em relação à década de 80. Naquele período, foram utilizadas como esteio para a manutenção da economia, adquirindo recursos para movimentar a economia como um todo. Na verdade herdaram tal responsabilidade pois eram instituições governamentais e possuíam, dessa forma, um mínimo de credibilidade internacional, fator importantíssimo para conseguir recursos em um momento de crise como o vivido na década de 80 pós crise do México.

Conforme pudemos constatar através dos números da década de 90, essas empresas passaram por um processo de reestruturação, grande parte das mesmas foram total ou parcialmente privatizadas e as que se mantiveram sobre a propriedade do governo passaram a atuar como empresas competitivas em busca de receitas. O papel de esteio econômico foi deixado para trás e essas empresas passaram a buscar um lugar de destaque no mercado. Conseqüentemente seus níveis de endividamento, enormes na década de 80, passaram a comportar-se como os níveis observados para as empresas privadas, ou seja, níveis considerados baixos e responsáveis sob o ponto de vista fiscal. A ideologia

neoliberal prega o Estado Mínimo, as estatais, nessa ideologia, podem seguir dois caminhos possíveis, quais sejam:

1. Privatização
2. Modernização

Um Estado Mínimo não deve ter sob sua responsabilidade empresas, já que a ideologia liberal supõe-se que a burocracia estatal e a corrupção presente no aparelho do Estado geram uma ineficiência administrativa. A privatização é, dessa forma, uma melhor opção, pois libera o Estado da gestão de suas empresas e possibilita às mesmas crescerem através de uma administração privada eficiente.

No último caso, as empresas estatais que porventura permanecerem sobre as asas do Estado devem ser modernizadas, para que gerem receitas ao Estado e conseqüentemente auxiliem na promoção do desenvolvimento econômico do país.

No Brasil aconteceram as duas coisas, muitas empresas estatais foram privatizadas e muitas foram modernizadas. Essa modernização explica a queda do nível de endividamento das empresas estatais que passaram a ter seu modelo de financiamento parecido com o utilizado pelas empresas não financeiras privadas nacionais.

Para finalizar nosso trabalho, convém indicar que o mercado de capitais nacional, assim como na década de 80, continua com baixos volumes de transação. A Bolsa do Rio de Janeiro foi fechada na década de 90 por falta de volume e a Bolsa de São Paulo é a única em funcionamento no país. Esse fator, aliado ainda à tradição de baixa utilização do financiamento via mercado de capitais pelas empresas nacionais, torna esse opção de financiamento pouco atrativa às empresas não financeiras nacionais, exatamente o mesmo comportamento observado na década de 80. As linhas de financiamento disponibilizadas através de recursos internos, ou seja, bancos nacionais privados, mantém a característica de não serem de longo prazo. Quando o são, os empréstimos são feitos através do BNDES e não dos bancos privados e tais linhas de financiamento são extremamente difíceis de serem aprovadas. Esses fatores

fazem com que o financiamento através de recursos externos seja ainda hoje a principal via de financiamento das empresas nacionais e esse fator nos permitiu realizar a análise do financiamento das empresas não financeiras nacionais baseada na questão dos fluxos de capitais externos como principal linha de financiamento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de (1994) *Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80*. Campinas: UNICAMP.

NETO, Casagrande Humberto (2000) *Abertura de Capital de Empresas no Brasil : Um enfoque prático*. São Paulo: Editora Atlas

Balanço Anual da Gazeta Mercantil, edições de 1994 a 2001. São Paulo: Gazeta Mercantil

CEREZETTI, Fernando Valvano (2001) *Estrutura de capital e investimento: financiamento no Brasil na segunda metade da década de 90*. Projeto de Pesquisa - Araraquara: UNESP

KANITZ, Stephen Charles (1995) *O Brasil que dá certo: o novo ciclo de crescimento 1995-2005*. São Paulo: Makron Books

PEREIRA, Thiago Rabelo (1999) *Endividamento externo e o ajuste financeiro da grande empresa industrial nos anos noventa: impactos da reinserção aos mercados financeiros internacionais, da abertura comercial e da estabilização sobre seus esquemas de financiamento*. Campinas: UNICAMP.

ERBER, Fábio S & CASSIOLATO, José Eduardo (1997) *Política Industrial: teoria e prática no Brasil e na OCDE*. Rio de Janeiro. Universidade Federal do Rio de Janeiro.

BELLUZZO, Luiz G & ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de (2002) *Depois da queda*. Rio de Janeiro : Editora Civilização Brasileira

NOBREGA, Maílson da (1996) *A abertura não tem dono nem é de 1990*. São Paulo: Artigo publicado no jornal "Folha de São Paulo" . 27 de Setembro de 1996.

PRATES, Daniela Magalhães (1997) *Abertura financeira e vulnerabilidade externa, A economia brasileira na década de noventa*. Campinas, Dissertação de mestrado. UNICAMP

Diniz. E & Boschi. R.R (2002) *Reformas Econômicas e Perspectivas do Capitalismo no Brasil dos anos 90: Empresário, Democracia e Equidade*. Niterói : Trabalho apresentado no 3^o Encontro Nacional da ABCP - Associação Brasileira de Ciência Política. Julho 2002

ANEXO I
Maiores Empresas Não Financeiras Nacionais
1995

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
1	Votorantin						
4	Camargo Correa						
5	Andrade Gutierrez						
6	Nemofeffer						
9	Odebrecht						
11	Antarctica						
12	Kablin						
14	Mendes Junior						
15	Gerdau						
17	ABC Algar						
18	Vicunha						
23	Ipiranga						
		24	Brasmotor				
26	OAS						
27	Hering						
29	João Santos						
30	Ultra						
31	Carvalho Hosken						
32	Caemi						
34	Sadia						
35	Denerge						
37	Ripasa						
38	Jereissati São Paulo						
39	Resende Alimentos						
40	Paranapanema						
41	Wembley						
43	CCE						
44	Verdi						
45	Villares						
49	Grendene						
50	Varig						
51	Monteiro Aranha						
52	Kibo						
53	Alpargatas						
54	Unipar						
55	Avipal						
56	Roberto Marinho						
57	Cimento Paraíso						
58	Pão de Açúcar						
59	Mesbla						
60	lochpe-Maxion						
61	Encol						
63	Tigre						
64	Queiroz Galvão						
65	Arbi						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
66	Eucatex						
67	Fischer						
68	Aché						
69	Fragoso Pires						
70	Cecrisa						
72	Dedini	71	Multiplic				
73	Guararapes						
74	Cofap						
75	Perdigão						
76	Empesca						
78	Umuarama						
79	Rima						
80	Jari						
81	J. Macêdo						
82	Arthur Donato						
83	Serveng Civilsan						
84	Peixoto de Castro						
85	Família Paula Machado						
86	Bardella						
87	Confab						
88	Fenícia						
89	Carlos Lyra	90	Semp Toshiba				
91	Edson Queiroz						
92	Abril						
93	Weg						
95	Trevo						
97	Rossi						
98	Renner Herrmann						
99	Schneider Logemann						
100	Magnesita						
101	Gazeta Mercantil						
102	Trombini						
103	Globex						
104	Metal Leve						
105	Eternit						
107	Azaléia						
108	Rezende Barbosa						
109	Supergasbrás						
110	Bompreço						
111	Romi						
112	Artur Eberhardt						
113	Braswey						
114	Mappin						
115	Tramontina						
116	CCN						
117	Sharp						
118	Sendas						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
119	Silvio Santos						
120	Frangosul						
121	J. Alves Veríssimo						
122	Cauê						
123	Melhoramentos						
124	Tércio Wanderley						
125	Itap						
126	Delp						
127	Mansur						
128	Randon						
129	Copersucar						
130	Josapar						
131	Marcopolo						
132	Petropar						
134	Triflux						
135	Melhoramentos N. PR						
136	Cedtro e Cachoeira						
137	Cataguazes Leopoldina						
138	Habitasul						
139	Brennand						
140	Bezerra de Menezes						
141	Cotia OMB						
142	Soares de Oliveira						
143	Carioca						
144	Manah						
145	Inepar						
146	Ferbasa						
147	Zamprogna						
148	Braspar						
149	Arno						
150	Biagi						
151	EIT						
152	Cometa						
153	Latorre						
154	Portobello						
155	OSA						
156	Usina São João						
157	Gafisa						
158	Pena Branca						
159	Tupy						
160	Convap						
161	IAP						
163	O Estado de S. Paulo						
164	Taurus						
165	Sobloco						
166	Mangels						
168	Nadir Figueiredo						
169	Estrela						
170	Equipav						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
171	Sequip						
172	Cikel						
173	Ferro Ligas						
174	Gradiente						
175	Sola						
176	Lix da Cunha						
177	Chapecó						
178	Santanense						
180	De Millus						
181	Prada						
182	Cremer						
183	Badra						
184	Master						
185	Karsten						
186	Gentil Moreira						
187	Alipert						
188	Sul Fabril						
189	Maeda						
190	Caloi						
192	João Fortes						
193	Promon						
194	Piovezan						
195	Progresso						
196	Agroceres						
197	Sattin						
198	Itapemirim						
199	Geraldo Lemos Filho						
200	Technos						
201	Franceschi						
202	Montreal						
203	Bordon						
204	persico Pizzamiglio						
205	ECB						
206	Folha da Manhã						
207	R. Ramenzoni						
208	Eliane						
209	Localiza						
210	Toga						
212	Balbo						
213	VF						
214	Nakata						
215	Plaza						
216	Concic						
217	São José						
218	Springer						
219	Lacta						
220	São Paulo Petróleo						
221	Manasa						
222	Renaux						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
224	Copas						
225	Corona						
226	Tortuga						
227	Inbrac						
228	Aplub						
229	Marcellino Martins						
230	Ferreira Guimarães						
231	Azevedo & Travassos						
232	F. Barretto						
233	CLC						
234	Minupar						
235	Panvel						
236	Berneck						
237	Unicafé						
238	Mausa						
239	Trafo						
240	Mattar						
241	A. Araujo						
242	Carfepe						
243	Granol						
244	DHB						
245	Bahema						
246	Brumadinho						
247	Kepler Weber						
248	Redimix						
249	Paulista En. Elétrica						
250	Paschoal Thomeu						
251	Pan Americana Química						
252	Casagrande						
253	Madeirit						
254	Renner Herrmann						
255	MVA						
256	Brochmann Polis						
257	Mesquita						
258	Celite						
259	Eluma						
260	Cacique						
261	Lorenzetti						
263	Sasazaki						
264	Ecisa						
265	Ibema						
266	Lupo						
267	Arca						
268	Peval						
269	Caio						
270	Fertiza						
271	Arão Sahm						
272	Limaza						
273	Osório Adriano						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
274		274	Metalac				
275	Brasinca						
276	Carbomil						
277	Amadeo Rossi						
278	Cata						
279	Goldfarb						
281	CBV						
282	Renosa						
283	CCO						
284	Britânia						
285	Agrale						
286	Jabur						
287	Ficrisa Axelrud						
288	Albuquerque, Takaoka						
289	Jaime Câmara						
290	Nansen						
291	Sobral Invicta						
292	Bulhões Carvalho						
293	Caisa						
294	Arlindo de Mello						
295	Schmidt						
296	Micheletto						
297	Rhea						
298	Wiest						
299	MPE						
300	Andrade Carvalho						

ANEXO II
Maiores Empresas Não Financeiras Nacionais
1996

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
1	Votorantim						
4	Camargo Correa						
6	Nemofeffer						
8	Andrade Gutierrez						
13	João Santos						
14	Antarctica						
15	Klabin						
17	Mendes Junior						
18	Gerdau						
19	Vicunha						
21	ABC Algar						
		22	Brasmotor				
23	Ipiranga						
24	Hering						
26	Ultra						
28	Carvalho Hosken						
29	Jereissati São Paulo						
30	Sadia						
31	Caemi						
32	Denerge						
33	Ripasa						
34	Wembley						
35	CCE						
38	Verdi						
39	Villares						
40	Paranapanema						
41	Pão de Açúcar						
42	OAS						
44	Rezende Alimentos						
46	Unipar						
47	Queiroz Galvão						
48	Avipal						
49	Alpargatas						
50	varig						
51	Perdígão						
52	Família Paula Machado						
53	Kibo						
		55	Sem Toshiba				
56	Cimento Paraíso						
57	Roberto Marinho						
58	Multiplic						
59	Tigre						
60	Aché						
61	Abril						
62	Monteiro Aranha						
63	Edson Queiroz						
64	Arbi						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
66	Guararapes						
67	Fischer						
68	J. Macêdo						
69	Fragoso Pires						
70	Eucatex						
71	Empesca						
72	Cofap						
73	Grendene						
75	Serveng Civilsan						
76	Encol						
77	Jari						
78	Rima						
79	Globex						
80	Carlos Lyra						
81	Arthur Lundgren						
82	lochpe-maxion						
83	Weg						
84	Arthur Donato						
85	Ferro Ligas						
86	Toga						
87	Magnesita						
88	Bardella						
89	Schneider Logemann						
90	Confab						
91	Azaléia						
92	Eternit						
93	Rossi						
94	Peixoto de Castro						
96	Tramontina						
97	Renner Hermann						
98	Gazeta Mercantil						
99	Romi						
100	Randon						
101	Braswey						
102	Rezende Barbosa						
103	Sílvio Santos						
104	Trevo						
105	Dedini						
107	Sharp						
108	Delp						
109	Cataguazes Leopoldina						
110	Bompreço						
112	Artur Eberhardt						
113	Metal Leve						
114	Aliança da Bahia						
115	Frangosul						
116	Lorentzen						
117	Sendas						
118	Supergasbrás						
119	Marcopolo						
120	CCN						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
121	Cauê						
122	Trombini						
123	Franceschi						
124	Josapar						
125	OSA						
		126	Petropar				
127	Cedro e Cachoeira						
128	Inepar						
130	Copersucar						
131	Mappin						
132	Trilux						
133	Ferbasa						
134	Soares de Oliveira						
135	Gradiente						
136	Eliane						
137	Brennand						
138	Bezerra de Menezes						
140	Arno						
141	Manah						
142	J. Alves Veríssimo						
143	Habitasul						
145	Cecrisa						
146	O Estado de São Paulo						
147	Itap						
148	Zamproгна						
149	EIT						
150	Gentil Moreira						
151	Carioca						
152	Tércio Wanderley						
153	Sola						
154	Equipav						
155	Cometa						
157	De Millus						
158	Gafisa						
159	Mansur						
160	Eluma						
161	Master						
162	Convap						
163	Pena Branca						
164	Usina São João						
165	Taurus						
166	Nadir Figueiredo						
167	GLS Emblema						
168	Braspar						
169	Biagi						
170	IAP						
171	Cikel						
172	Portobello						
173	Chapecó						
174	Melhoramentos						
175	Sequip						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
176	Santanense						
177	Prada						
178	Constâncio Vieira						
179	Lix da Cunha						
180	Karsteb						
181	Latorre						
182	Promon						
183	Mangels						
185	Technos						
186	Aliperti						
187	Maeda						
188	João Fortes						
189	Melhoramentos N. PR						
190	Cremer						
191	Folha da Manhã						
192	Renaux						
193	Agroceres						
194	Cotia Trading						
195	Caloi						
196	Nakata						
197	Pan Americana Química						
198	Itapemirim						
199	Progresso						
200	Bordon						
201	Caramuru						
202	São Paulo Petróleo						
203	Minupar						
204	F. Barretto						
205	Nutritional						
206	R. Ramenzoni						
207	Brochmann Polis						
208	Localiza						
209	São José						
210	Tortuga						
211	Springer						
212	CLC						
213	Concic						
214	Persico Pezzamiglio						
215	Manasa						
216	Britânia						
217	Panvel						
218	Berneck						
219	Sattin						
220	Badra						
221	Aymoré						
222	Marcelino Martins						
223	Azevedo & Travassos						
224	VF						
225	Renner						
226	Plaza						
227	Aplub						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
228	Cacique						
229	Peval						
230	Mausa						
231	Trafo						
232	Copas						
233	Paulista Em. Elétrica						
		234	A. Araújo				
235	CCO						
236	Ferreira Guimarães						
237	Granol						
238	Nações						
239	Brumadinho						
240	Redimix						
241	Agrale						
242	Sul Fabril						
243	Mattar						
244	Carfepe						
245	Loranzetti						
246	Tupy						
247	Unicafé						
248	MVA						
249	Sasazaki						
250	Osório Adriano						
251	Bahema						
252	Sobloco						
253	Moura						
254	Lupo						
255	Otacilio Coser						
256	Celite						
257	Arca						
258	Caio						
259	Ecisa						
260	Ouro e Prata						
261	Estrela						
262	Fertiza						
263	Ibema						
264	Casagrande						
265	Renosa						
266	Cataguazes Leopoldina						
267	Amadeo Rossi						
268	Arão Sahn						
269	Jaime Câmara						
270	CBV						
271	CCC Cia. Com. Constr.						
272	Unifértil						
273	Goldfarb						
274	Arlindo de Mello						
275	Jabur						
276	Ficrisa Axeirud						
277	DHB						
278	Albuquerque, takaoka						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
279	Rhea						
280	Suarez						
281	Piovezan						
282	Sobral Invicta						
283	Nansen						
284	Prosegur Brasil						
285	MRv Engenharia						
286	Kepler Weber						
287	Micheletto						
288	Kupércio Torres						
289	Inbrac						
290	Caisa						
291	Della Volpe						
292	Wiest						
293	Bulhões Carvalho						
294	Jonasa						
295	MPE						
296	Corbetta						
298	Corona						
299	Andrade Carvalho						
300	Virgolino de Oliveira						

ANEXO III
Maiores Empresas Não Financeiras Nacionais
1997

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
2	Votorantin						
7	Camargo Correa						
8	Copene						
9	Odebrecht						
10	Nemofeffer						
12	Andrade Gutierrez						
14	Aracruz						
17	Organizações Globo						
18	Antarctica						
20	João Santos						
22	Klabin						
23	Gerdau						
24	Mendes Júnior						
28	Vicunha	26	Brasmotor				
32	Hering						
33	Ipiranga						
35	Copesul						
36	Petroquímica União						
37	Ultra						
38	Serveng Civilsan						
39	Jereissati São Paulo						
40	Sadia						
41	ABC Algar						
43	Jari						
44	CCE						
45	Paranapanema	46	CAEMI				
47	Denerge						
48	Verdi						
49	Ripasa						
50	Wembley						
51	Pão de Açúcar						
53	Queiroz Galvão						
54	Politeno	56	Semp Toshiba				
57	Fosfertil						
58	OAS						
60	Rezende Alimentos						
61	Avipal						
62	Aché						
64	Monteiro Aranha						
65	Unipar						
66	Edson Queiroz						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
67	Perdigão						
68	Docas						
70	Umuarama						
72	Alpargatas						
73	Villares						
74	Tigre						
75	Guararapes						
76	Abril						
77	Kibo						
78	kaiser						
79	Grendene						
80	Pisa						
81	Blagi						
82	Sequip						
83	Batistella						
84	Empesca						
85	Arbi						
86	Fischer						
87	Cofap						
88	Usina São João						
89	Fragoso Pires						
90	J. Macêdo						
91	Eternit						
92	Carlos Lyra						
93	lochpe-Maxion						
94	Azaléia						
95	Peixoto de Castro						
96	Tramontina						
97	Arthur Lundgren SP						
98	Weg						
99	Rima						
100	Eucatex						
101	Toga						
103	Martins						
104	Varig						
105	Magnesita						
106	Silvio Santos						
107	Schneider Logemann						
109	Confab						
110	CCN						
111	Rossi						
112	Bardella						
113	VR						
114	Bompreço						
115	Renner Hermann						
116	Vontobel						
117	Romi						
118	Random						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
128	Teka						
129	Cotia Trading						
130	Vasp						
131	Monark						
132	Equipav						
133	Habitasul						
134	Supergasbrás						
135	Agrária						
136	Josapar						
137	Aliança de Bahia						
138	Sobloco						
139	Solorrico						
140	Cecrisa						
141	Marcelo Gutglas						
142	Canale						
143	MPE						
144	Marisol						
145	Melhoramentos Norte do Paraná						
146	Varga						
147	Gafisa						
148	Simeira Jacob						
149	Sultepa						
150	Bezerra de Menezes						
151				151	Petropar		
152	Nadir Figueiredo						
153	Trilux						
154	Taurus						
155	Tupy						
156	Technos						
157	Ciquine						
158	Santos						
159	Organizações Paulo Octávio						
160	Mangels						
161	Biagi						
162	MRV						
163	CNEC						
164	Braspar						
165	Trombini						
166	Estacon						
167	Zamprogna						
168	Galvani						
169	Santanense						
170	Karsten						
171	Maeda						
172	Natura						
173	João Fortes						
174	Berneck						
175	Mausa						
176	Moura						
177	Peixoto de Castr178o						
178	Aliperti						
179	Ferrovias Centro-Atlântica						
180	Rudnick						
181	Schulz						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
182	Paulista de Energia						
183	Kia Motors						
184	Alcebiades Santana						
185	Pena Branca						
186	Veja						
187	Lorenzetti						
188	Renner						
189	Organização Saraiva						
190	Panvel						
191	Brasimac						
192	Tortuga						
193	Nakata						
194	Springer						
195	Satipe						
196	Método						
197	Fertiza						
198	Ferro-Ligas						
199	Bertol						
200	Cacique						
201	São José						
202	Papaiz						
203	Reunidas						
204	Três Marias Incorporações						
205	MVA						
206	Sattin						
207	Dadalto						
208	Jubran						
209	Melhoramentos						
210	Partcon						
211	Brasília Guaíba						
212	Plaza						
213	Caboparbs						
214	Aragão						
215	Unicafé						
216	Luiza Participações						
217	Mesquita						
218	Itaparica						
219	Mazzaferro						
220	Rheem						
221'	Copas						
222	Tintas Participações						
223	CLC						
224	Gradiente						
225	Crown Cork						
226	Tavares						
227	Agrale						
228	Paramount Lansul						
229	Trafo						
230	J. Marino						
231	Rail Sul						
232	Manasa						
233	Bahema						
234	Tekno						
235	Autel						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
236	Renaux						
237	Lix da Cunha						
238	Organização Jaime Câmara						
239	Elmo						
240	Silex Trading						
241	Cikel						
242	Grumar						
243	São José						
244	Dijon						
245	Cataguases						
246	Organização Três						
247	Caloi						
248	Caramuru						
249	R. Ramenzoni						
250	OK						
251	Minupar						
252	Aymoré						
253	Paulista Em. Elétrica						
254	Itapemirim						
255	Corbetta						
256	Estrela						
257	Jonasa						
258	Localiza						
259	Lupo						
260	VF						
261	Arca						
262	Kepler Weber						
263	Micheletto						
264	Nações						
265	Della Volpe						
266	Andrade Carvalho						
267	Bulhões de Carvalho						
268	Rhea						
269	Corona						
270	Recrusul						
271	Jereissati Ceará						
272	Nutritional						
273	Sasazaki						
274	Tupinambá						
275	Tec Toy						
276	Ouro e Prata						
277	Samello						
278	Ficrisa Axelrud						
279	Zahran						
280	Prosegur Brasil						
281	Construtel						
282	Casagrande/PR						
283	Mattar						
284	Granol						
285	Pan Americana Química						
286	Caio						
287	Incaf						
288	Aplub						
289	Virgolino de Oliveira						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
290	Caisa						
291	Piovesan						
292	Sobral Invicta						
293	Osório Adriano						
294	Amadeo Rossi						
295	Celite						
296	Lupércio Torres						
297	Inbrac						
298	Arca						
299	DHB						
300	Unifertil						

ANEXO IV
Maiores Empresas Não Financeiras Nacionais
1998

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
3	Votorantin						
9	C. R. Almeida						
11	Odebrecht						
12	Andrade Gutierrez						
14	Aracruz						
15	Camargo Corrêa						
16	Organizações Globo						
18	Antarctica						
19	Nemofeffer						
22	Gerdau						
23	Kablin						
		24	Brasmotor				
25	Brahma						
29	Vicunha						
30	Ipiranga						
31	Denerge						
32	Copesul						
33	Jereissati São Paulo						
35	Pão de Açúcar						
37	Wembley						
38	Ultra						
39	Caemi						
40	Sadia						
41	CCE						
42	ABC Algar						
43	Mendes Júnior						
44	Jari						
45	Serveng Civilsan						
46	Ripasa						
47	Verdi						
48	Petroquímica União						
49	Excel						
50	Queiroz Galvão						
51	Politeno						
52	Edson Queiroz						
53	Aché						
56	Monteiro Aranha						
57	Inepar						
58	TAM						
		59	Semp Toshiba				
60	Bompreço						
61	Perdigão						
62	Avipal						
63	Rezende Alimentos						
64	Globex						
65	Fosfértil						
66	Paranapanema						
67	Tigre						
68	Guararapes						
69	Unipar						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
70	Umuarama						
73	Eternit						
74	Villares						
75	Rossi						
76	Pisa						
77	Abril						
78	Sílvia Santos						
79	Tramontina						
80	Vigor						
81	Varig						
82	Arthur Lundgren SP						
83	Weg						
84	Azaléia						
85	Carlos Lyra						
86	Guaporé						
87	Battistella						
88	São Paulo Alpargatas						
89	Toga						
90	Magnesita						
91	Confab						
92	lochpe Maxion						
94	Bardella						
95	Eucatex						
96	Rural						
97	Renner Herrmann						
98	Usina São João						
99	Randon						
100	Cem						
101	Romi						
102	Manah						
103	Sharp						
104	Hering						
105	Cataguazes - Leopoldina						
106	Ricardo Mansur						
107	Promon						
108	Frangosul						
109	Sendas						
110	Raymundo da Fonte						
111	Marcopolo						
112	OMB						
113	Carioca Engenharia						
114	Cofap						
115	J. Macedo						
116	Grendene						
117	O Estado de S. Paulo						
118	Eliane						
119	Orsa						
121	Cometa						
122	Arno						
123	BMG						
124	Döhler						
125	Cedro Cachoeira						
126	Ferbrasa						
127	Trevo						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
128	Teka						
129	Cotia Trading						
130	Vasp						
131	Monark						
132	Equipav						
133	Habitasul						
134	Supergasbrás						
135	Agrária						
136	Josapar						
137	Aliança de Bahia						
138	Sobloco						
139	Solorrico						
140	Cecrisa						
141	Marcelo Gutglas						
142	Canale						
143	MPE						
144	Marisol						
145	Me melhoramentos Norte do Paraná						
146	Varga						
147	Gafisa						
148	Simeira Jacob						
149	Sultepa						
150	Bezerra de Menezes						
151				151	Petropar		
152	Nadir Figueiredo						
153	Trilux						
154	Taurus						
155	Tupy						
156	Technos						
157	Ciquine						
158	Santos						
159	Organizações Paulo Octávio						
160	Mangels						
161	Biagi						
162	MRV						
163	CNEC						
164	Braspar						
165	Trombini						
166	Estacon						
167	Zamprogna						
168	Gaivani						
169	Santanense						
170	Karsten						
171	Maeda						
172	Natura						
173	João Fortes						
174	Berneck						
175	Mausa						
176	Moura						
177	Peixoto de Castr178o						
178	Aliperti						
179	Ferrovias Centro-Atlântica						
180	Rudnick						
181	Schulz						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
182	Paulista de Energia						
183	Kia Motors						
184	Aicebiades Santana						
185	Pena Branca						
186	Veja						
187	Lorenzetti						
188	Renner						
189	Organização Saraiva						
190	Panvel						
191	Brasimac						
192	Tortuga						
193	Nakata						
194	Springer						
195	Satipe						
196	Método						
197	Fertiza						
198	Ferro-Ligas						
199	Bertol						
200	Cacique						
201	São José						
202	Papaiz						
203	Reunidas						
204	Três Marias Incorporações						
205	MVA						
206	Sattin						
207	Dadalto						
208	Jubran						
209	Melhoramentos						
210	Partcon						
211	Brasília Guaíba						
212	Plaza						
213	Caboparbs						
214	Aragão						
215	Unicafé						
216	Luiza Participações						
217	Mesquita						
218	Itaparica						
219	Mazzaferro						
220	Rheem						
221'	Copas						
222	Tintas Participações						
223	CLC						
224	Gradiente						
225	Crown Cork						
226	Tavares						
227	Agrale						
228	Paramount Lansul						
229	Trafo						
230	J. Marino						
231	Rail Sul						
232	Manasa						
233	Bahema						
234	Tekno						
235	Autel						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
236	Renaux						
237	Lix da Cunha						
238	Organização Jaime Câmara						
239	Elmo						
240	Silex Trading						
241	Cikel						
242	Grumar						
243	São José						
244	Dijon						
245	Cataguases						
246	Organização Três						
247	Caloi						
248	Caramuru						
249	R. Ramenzoni						
250	OK						
251	Minupar						
252	Aymoré						
253	Paulista Em. Elétrica						
254	Itapemirim						
255	Corbetta						
256	Estrela						
257	Jonasa						
258	Localiza						
259	Lupo						
260	VF						
261	Arca						
262	Kepler Weber						
263	Micheletto						
264	Nações						
265	Della Voipe						
266	Andrade Carvalho						
267	Bulhões de Carvalho						
268	Rhea						
269	Corona						
270	Recrusul						
271	Jereissati Ceará						
272	Nutritional						
273	Sasazaki						
274	Tupinambá						
275	Tec Toy						
276	Ouro e Prata						
277	Samello						
278	Ficrisa Axelrud						
279	Zahran						
280	Prosegur Brasil						
281	Construtel						
282	Casagrande/PR						
283	Mattar						
284	Granol						
285	Pan Americana Química						
286	Caio						
287	Incaf						
288	Aplub						
289	Virgolino de Oliveira						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
290	Caisa						
291	Piovesan						
292	Sobral Invicta						
293	Osório Adriano						
294	Amadeo Rossi						
295	Celite						
296	Lupércio Torres						
297	Inbrac						
298	Arca						
299	DHB						
300	Unifertil						

ANEXO V
Maiores Empresas Não Financeiras Nacionais
1999

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
5	Votorantim						
9	Camargo Corrêa						
11	C R Almeida						
13	Andrade Gutierrez						
14	Odebrecht						
15	Aracruz						
17	Antarctica						
18	Gerdau						
19	Denerge						
20	Nemofeffer						
21	Organizações Globo						
23	Brahma						
24	VBC						
25	Klabin						
26	Ipiranga						
30	Jereissati São Paulo						
31	Vicunha						
32	Pão de Açúcar						
34	Inepar						
35	Ultra						
36	Algar						
37	Sadia						
38	Wmbley						
39	Caemi						
40	Queiroz Galvão						
42	CCE						
44	Edson Queiroz						
45	Verdi						
46	Lojas Americanas						
47	Ripasa						
48	Aché						
49	Jari						
50	Perdigão						
51	Cataguazes Leopoldina						
52	Politeno						
54	Avipal						
55	Globex						
56	M. Dias Branco						
58	Monteiro Aranha						
59	Tigre						
60	Serveng Civilsan						
61	Fosfértil						
62	Guararapes						
63	Schneider Logemann						
65	Rezende Alimentos						
66	Unipar						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
67	Silvio Santos						
68	Weg						
69	Tramontina						
70	Azaléia						
71	Eucatex						
72	Rossi						
73	Eternit						
74	Carlos Lyra						
75	Arthur Lundgren SP						
76	Confab						
77	Vigor						
78	Toga						
79	Usina São João						
80	Magnesita						
81	Rezende Barbosa						
84	Bardella						
85	Brennand						
86	Battistella						
87	TAM						
88	lochpe-Maxion						
89	Promon						
90	Paranapanema						
91	Sendas						
92	Grendene						
94	Romi						
96	Renner Herrmann						
97	Hering						
98	Manah						
99	Marcopolo						
100	Cometa						
101	GBOEX						
102	O Estado de São Paulo						
103	Randon						
104	Orsa						
105	Lorentzen						
106	Carioca Engenharia						
109	Sultepa						
110	Cotia Trading						
111	Coimex						
112	Cacique						
113	Döhler						
114	Rede Brasil Sul						
115	J. Macedo						
116	Monark						
117	Plascar						
118	Cecrisa						
119	Ligna						
120	Soares de Oliveira						
121	Equipav						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
122	Ferbrasa						
123	Teka						
124	Copersucar						
125	Brasilinvest						
126	Santa elisa						
127	Villares						
129	Cedro e Cachoeira						
130	Josapar						
131	Ecisa						
132	Habitasul						
133	MRV Engenharia						
134	Olvepar						
135	Sola						
136	Caramuru						
137	Aliança da Bahia						
138	MPE						
139	Localiza						
140	Supergasbrás						
141	Santos						
142	Marisol						
143	Solomico						
144	Brochmann Pollis						
145	Taurus						
146	Ciquine						
147	Abril						
148	Gafisa						
149	Nadir Figueiredo						
150	Kia Revendedora						
151	Cavan						
152	Trilux						
153	Varig						
154	Technos						
155	Bezerra de Menezes						
156	Gontijo						
157	J Malucelli						
158	Orgs Paulo Octávio						
159	Trombini						
		160	Petropar				
161	Sharp						
162	Estacon						
163	Mangels						
164	Latorre						
165	Manguinhos						
166	Folha						
167	João Fortes						
168	Portobello						
169	Predileto Alimentos						
170	Santanense						
171	Paulista Em Elétrica						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
172	Tortuga						
173	Prada						
174	Rudnick						
175	Saraiva						
176	Galvani						
177	Corona						
178	Tupy						
179	Panvel						
180	Agroceres						
181	Aliperti						
182	Andrade Carvalho						
183	Artur Eberhardt						
184	Cataguazes						
185	Centro Atlântica						
186	Aymoré						
187	Springer						
188	Saltin						
189	Papaiz						
190	Fertiza						
191	Mausa						
192	Arca						
193	MVA						
194	Recrusul						
195	Sasazaki						
196	Moura						
197	Rhea						
198	São José						
199	José Pessoa						
200	Renosa						
201	Mesquita						
202	Tectelcom						
203	Tupinambá						
204	Maeda						
205	Trafo						
206	Unicafé						
207	Luiza						
208	Cambuci						
209	Unifertil						
210	Kepler Weber						
211	Agrale						
212	Paramount Lansul						
213	Jaime Câmara						
214	Crown Cork						
215	Renaux						
216	Reunidas						
217	Tekno						
218	Agropel						
219	Itapemirim						
220	Aplub						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
221	Socôco						
222	Melhoramentos						
223	Lix da Cunha						
224	Pan Americana Química						
225	Organização Três						
226	Gradiente						
227	Bahema						
228	Wiest						
229	Minupar						
230	Othon						
231	Plaza						
232	Ficrisa Axelrud						
233	Caisa						
234	Chiarelli						
235	Braspar						
236	VF						
237	Sansuy						

ANEXO VI
 Maiores Empresas Não Financeiras Nacionais
 2000

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
11	Votorantim			15	MCI World		
18	C R Almeida						
19	Organizações Globo						
22	Guararãnia						
24	Camargo Corrêa			25	Portugal Telecom		
				27	Light		
29	Pão de Açúcar						
30	Andrade Gutierrez						
31	Jereissati São Paulo						
32	Brahma						
33	Gerdau						
36	Nemofeffer			38	Arbed		
42	Odebrecht			44	Telecom Itália		
47	Ipiranga						
50	Rede						
51	Ultra						
52	Kablin			54	BAT (Sousa Cruz)		
				57	Aicoa		
60	Queiroz Galvão						
64	Caemi						
66	Sadia						
68	Wembley						
71	Serveng Civilsan						
73	Ripasa						
74	Cataguazes Leopoldina						
75	Antarctica						
77	Vicunha						
80	Edson Queiroz						
81	M. Dias Branco						
85	Unipar						
86	Petoquímica União						
87	Verdi						
89	Perdigão						
90	Poiteno						
91	Aché						
95	CCE						
96	Globex						
97	Guararapes						
98	Inepar						
101	TAM						
102	São Carlos						
103	Schneider Logemann						
104	Tigre						
105	Avipal						
107	Weg						
108	Silvio Santos						
109	Tramontina						
111	Porto Seguro						
118	Eucatex						
119	Carlos Lyra						
120	Ligna						
121	Cecrisa			122	Latasa		
123	Rossi						
126	Magnesita						
128	Azaléia						
129	Arthur Lundgren						
130	Gradiente						
131	Grendene						
133	Multiplan						
135	Monteiro Arruda						
138	Algar						
140	Equipav						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
141	Vigor						
142	Aliança da Bahia						
143	Dixie Toga						
144	Sulfepa						
145	Eternit						
147	Rezende Barbosa					146	Mahle Metal Leve
148	Bardella						
149	Paranapanema						
150	Usina São João						
151	Sendas						
154	Tércio Wanderley						
155	Promon						
158	Lorentzen						
159	Brasilinvest						
160	GBOEX						
161	Orgs. Paulo Octávio						
163	Romi						
165	Cometa						
166	Marcopolo						
169	Kaiser						
170	Orsa						
174	O Estado de S. Paulo						
175	Döhler						
176	Monark						
178	Lojas Americanas						
179	Melhoramentos Norte Paraná						
180	Soares de Oliveira						
181	Coimex						
182	Randon						
183	Ferbrasa						
184	lochpe-Maxion						
185	Tupy						
187	Norcon						
188	Latorre						
192	Cedro e Cachoeira						
193	Localiza						
194	Mangels						
198	taurus						
199	Marisol						
200	Manguinhos						
201	J. Malucelli						
203	Renner Herrmann						
204	Brochmann Polis						
205	Habitasul						
206	Santa Elisa						
207	BrasilSat						
209	Cotia Trading						
210	Petropar						
211	Caramuru						
212	Technos						
213	Corona						
214	Eliane						
215	Nadir Figueiredo						
216	Fertibrás						
217	Alusa/Cavan						
218	MPE						
219	Zamprogna						
220	Busscar						
221	Tortuga						
223	Supergasbrás						
226	Trilux			225	Iguaçu		
227	Auriemo						
228	Prada						
229	Estacon						
230	Josapar						
231	Moura						
232	Ecisa						

Grupo I		Grupo II		Grupo III		Grupo IV	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
233	Galvani						
234	Agroceres						
235	Santianense						
236	Predileto Alimentos						
237	Springer						
238	Ferramentas Gerais						
239	João Fortes						
242	José Pessoa			241	Sidenor (Villares)		
243	Kia Revendedora						
244	Gafisa						
245	Saraiva						
246	Panvel						
247	Rudnick						
248	Orgs. Jaime Câmara						
249	Aliperti						
250	Karsten						
251	Andrade Carvalho						
252	Artur Eberhardt						
253	Paramount Lansul						
254	Bezerra de Menezes						
255	Papaiz						
257	Battistella						
258	EVM	259	Sattin				
260	Portobello						
262	Sasazaki						
263	Unifertil						
264	Rhea						
265	HC						
267	Natura						
268	Kepler Weber						
269	Tupinambá						
270	São José						
272	Jubran						
273	Martins						
275	Tekno						
276	Mausa						
277	Metanor						
278	Unicafé						
279	Recrusul						
280	Maeda						
283	Agrale						
284	Duque						
286	Júlio Simões						
287	Lix da Cunha						
288	Vasp						
290	Pan Americana Química						
291	Artindo de Mello						
292	Magazine Luiza						
293	Plaza						
294	Renosa						
295	J. Marino						
297	Aplub						
298	Diários Associados						
299	Othon						
300	Sondotécnica						
301	Agropel						
302	Trafo						
303	Trevo						
305	Renaux						
306	Arbi						
309	Baumer						
310	Arão Salm						
311	Cafa						