

Evolução da Estrutura Financeira das Empresas no Brasil, 1969/1977

ÁLVARO A. ZINI JR.

A reforma do setor financeiro e as redefinições dos mecanismos gerais de financiamento ocorridas entre 1964/65, impulsionaram o crescimento das relações de débito-crédito na economia. Este processo se refletiu na estrutura financeira das empresas do setor produtivo tanto em termos de recomposição do passivo, da estrutura das despesas, bem como das formas de financiar seus crescimento.

O objetivo deste artigo⁽¹⁾ é enfocar alguns dos reflexos que a "verticalização do fenômeno financeiro" trouxe no âmbito das empresas não-financeiras.

O autor é professor da FEA/USP, FEA/PUC e pesquisador da FIPE/USP.

- (1) Este artigo reporta as principais evidências obtidas na pesquisa **Gastos das Empresas no Brasil com Pesquisa e Tecnologia**, realizada pelo autor e patrocinada pela FINEP. As séries apresentadas continuam algumas séries apresentadas no trabalho pioneiro de Calabi, Reiss e Levy. Vide: CALABI, A.; REISS G. & LEVY, Ge...

Como cresceram as empresas nacionais e privadas *vis-à-vis* as estrangeiras e as estatais? Como evoluiu a taxa de endividamento? As despesas financeiras têm exercido pressão no total de custos? São maiores que as despesas com mão-de-obra na produção? A rentabilidade das empresas ao longo desta fase — de 1969 a 1977 — apresenta diferenças significativas por nacionalidade? O que dizer de "alavancagem financeira" ao crescimento? Tem sido positiva ou negativa? Por fim, que mudanças podem ser detectadas na estrutura de financiamento das empresas?

A exposição aqui feita segue a seguinte ordem: caracterização da amostra e proce-

... **ração de poupanças e estrutura de capital das empresas no Brasil.** São Paulo, FIPE, 1981. Os dados relativos a 1976 e 1977 foram incorporados ao banco de dados da FIPE como fruto de pesquisa patrocinada pela CVM. Vide SILVA, A.; CALABI A.; LUNA, F. & ZINI, A. **Expansão, endividamento e rentabilidade das empresas no Brasil 1969—1977.** São Paulo, CVM, FIPE 1981.

ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS

TABELA 1
CARACTERÍSTICAS DA AMOSTRA
(em percentagem)

	Distribuição do Valor Adicionado	Distribuição do Ativo Operacional	Distribuição do Patrimônio Líquido
1969			
Nacional Privada	55,0	49,5	47,4
Estrangeira	37,9	27,7	28,6
Estatal	7,1	22,8	24,0
Total de Empresas	100	100	100
1972			
Nacional Privada	59,9	51,9	48,6
Estrangeira	31,8	25,5	27,7
Estatal	8,3	22,6	23,7
Total de Empresas	100	100	100
1975			
Nacional Privada	59,6	50,8	47,6
Estrangeira	32,6	25,4	25,4
Estatal	7,7	23,8	27,0
Total de Empresas	100	100	100
1976			
Nacional Privada	58,9	49,6	48,3
Estrangeira	34,1	25,6	25,5
Estatal	7,0	24,8	26,3
Total de Empresas	100	100	100
1977			
Nacional Privada	58,8	48,9	47,8
Estrangeira	33,1	25,1	25,7
Estatal	8,1	26,0	26,5
Total de Empresas	100	100	100

Fonte: CIEF/SRF/MF — Intersecção de CADEC's de 1969 a 1977 — Tabulações FIFE.

dimentos adotados; evolução da estrutura de ativos, passivos, receitas e custos; rentabilidade, incidência de despesas financeiras e alavancagem financeira; fluxos de fundos por fontes e por usos. Na última seção é feito um apanhado geral das principais evidências.

A base empírica da pesquisa são as declarações de imposto de renda de pessoas jurídicas reunidas no "Cadastro Especial de Contribuintes" da Secretaria da Receita Federal e a metodologia básica para manipulação dos dados foi desenvolvida por Calabi,

Reiss e Levy⁽²⁾. A presente pesquisa apresenta uma série mais longa que inclui informações relativas a 1976 e 1977, bem como adota alguns procedimentos diferentes na apuração dos fluxos de fundos.

Amostra Utilizada e Tratamento dos Dados

Os dados analisados neste capítulo provêm das declarações de Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas. A Secretaria da

(2) Op. cit.

Receita Federal por meio do Centro de Informações Econômico-Fiscais (CIEF) elabora anualmente um Cadastro Especial de Contribuintes (CADEC) que contém as informações remetidas pelos principais contribuintes pessoas jurídicas, reunindo aproximadamente as 15 mil maiores empresas do País.

O banco de dados da FIPE forneceu os dados das tabelas, apresentados a seguir. Estão presentes informações dos CADEC's de 1970 (ano-base 1969), 1971, 1972, 1973, 1976, 1977 e 1978. Os CADEC's utilizados contêm os demonstrativos financeiros completos para as diversas empresas. O CADEC de 1974 não foi formado e o de 1975 traz apenas a demonstração de lucros e perdas, o que impossibilita a sua utilização para os propósitos desejados.

Os dados foram submetidos a processo de checagem das contas, correção dos erros descobertos ou eliminação das empresas com dados inconsistentes. De posse das fitas corrigidas, foi feita uma interseção dos diversos CADEC's disponíveis, visando obter uma amostra homogênea das empresas que compareceram com dados em todos os exercícios. O conjunto resultante, portanto, reúne as empresas que preencheram corretamente a declaração do Imposto de Renda referente aos anos de 1969, 1970, 1971, 1972, 1975, 1976 e 1977. O número de empresas presentes é de 3.790. A receita total destas empresas foi de cerca de 25% da receita total de todas as empresas que apresentaram declaração de renda em 1975. Pode-se apontar, assim, que as características comentadas a seguir são bastante representativas do universo das empresas não-financeiras no Brasil de porte para serem incluídas no CADEC.

Em termos de nacionalidade, a amostra é composta por 3.326 empresas nacionais privadas (87,7%), 428 estrangeiras (11,3%) e 36 estatais (0,9%). Ao nível setorial, o total da indústria com 2.405 empresas responde por 63,4% da amostra. As empresas nacionais privadas (87,7% do total) responderam em

média por 58% do valor adicionado, 50% do ativo operacional e 48% do patrimônio líquido da amostra.

As empresas estrangeiras (11,3%) responderam por 34% do valor adicionado, 26% do ativo operacional e 27% do patrimônio líquido. As empresas estatais (0,9%) foram responsáveis em média por 8% do valor adicionado, 24% do ativo operacional e 25% do patrimônio líquido. Nota-se que apesar do pequeno número, as empresas estatais presentes na amostra são bastante significativas em relação ao ativo operacional e ao patrimônio líquido.

Evolução da Estrutura de Ativos, Passivos, Receitas e Custos

Uma informação relevante para qualquer pesquisas sobre estrutura de custos e fluxos de fundos, refere-se às taxas de crescimento das empresas enfocadas. Quanto mais elevadas estas taxas, maior agilidade se espera dos fluxos de fundos.

Informações sobre a taxa real de crescimento (média anual) da receita operacional (RO), do ativo operacional (AO) e do patrimônio líquido (PL) estão apresentadas na tabela 2. Os dados referem-se aos subperíodos 1969/72, 1972/75, 1975/1977 e para o período como um todo 1969/1977.

A taxa de crescimento real do total de empresas foi bastante elevada — acima de 10% ao ano na média de 1969/77. Entre 1975/77 observa-se nitidamente a desaceleração das taxas de crescimento geral, conforme esperado pelo ciclo econômico.

É interessante observar o comportamento das taxas de crescimento do ativo operacional e do patrimônio líquido pelo controle acionário das empresas. As empresas nacionais privadas, por exemplo, nos períodos 1969/72 e 1972/75 reportaram crescimento do ativo operacional elevado e superior ao crescimento do patrimônio líquido. Endividaram-se mais, assim, neste período. A tabela

ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS

TABELA 2
TAXA DE CRESCIMENTO REAL DAS RECEITAS, ATIVO E PASSIVO*
(em percentagem)

Discriminação	1969/72	1972/75	1975/77	Média Geral 1969*77
Capital Nacional				
Cresc. Rec. Operacional	14,70	16,00	3,73	12,33
Cresc. Real do At. Oper.	14,65	16,39	3,67	12,43
Cresc. Real do Patr. Líquido	12,18	11,78	4,82	10,14
Capital Estrangeiro				
Cresc. Rec. Operacional	4,86	21,02	4,52	10,56
Cresc. At. Operacional	9,73	17,17	5,06	11,25
Cresc. Patr. Líquido	10,00	9,47	5,08	8,55
Capital Estatal				
Cresc. Rec. Operacional	15,97	17,87	8,90	14,86
Cresc. At. Operacional	12,66	19,18	10,34	14,47
Cresc. Patr. Líquido	10,64	17,66	3,42	11,33
Total de Empresas				
Cresc. Rec. Operacional	11,29	17,72	4,29	11,83
Cresc. At. Operacional	12,87	17,23	5,64	12,61
Cresc. Patr. Líquido	11,20	12,61	4,51	10,01

Nota: * Taxa do Crescimento Real, Média Anual por Período — Valores Deflacionados pelo IGP — col. 2 da FGV.

Fonte: CIEF/SRF/MF — Intersecção de vários exercícios — Tabulações FIPE.

3 mostra que os capitais de terceiros passaram de 50,02% em 1969 para 59,12% em 1975 do total do passivo das nacionais. Já as empresas estatais endividaram-se mais no período 1975/77, no esforço de financiar o crescimento do ativo operacional, superior em quase duas vezes à média do total das empresas. Em sua estrutura de passivo, os capitais de terceiros passaram de 47,6% em 1975 para 53,6% em 1977.

Outra observação a ser salientada é que, para o período como um todo, o conjunto das empresas nacionais privadas cresceu a *taxas superiores* que as estrangeiras, porém foram estas que mais rapidamente se desaceleraram entre 1975/77. Já as estrangeiras expandiram-se a taxas relativas menores na expansão de 1969/72 mas ganharam grande impulsão entre 1972/75. As estatais foram as que mais cresceram na média do período, mantendo boa performance no período 1975/77 quando se tentou implementar o 2.º Plano Nacional de Desenvolvimento.

Estrutura do Ativo e Passivo

A tabela 3 traz a composição percentual agregada do ativo e passivo.

Os ativos fixos totalizaram cerca de 33% dos ativos totais para as empresas nacionais privadas e estrangeiras. Para as estatais, os ativos fixos responderam por cerca de 75% dos ativos, o que eleva a média da amostra para 43%.

Os ativos circulantes representaram de 55% a 60% dos ativos das nacionais privadas, idem para as estrangeiras e de 18% a 26% para as estatais. Em 1975 observa-se forte crescimento deste item que pode ter ocorrido por elevação dos estoques (retenção inesperada por desaceleração das vendas ou formação de estoques especulativos).

Os ativos não-operacionais — tabela 4 — cresceram para as nacionais privadas de 8,6% para 11,2% do ativo total entre 1969 e

TABELA 3
EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA DO ATIVO E PASSIVO, POR NACIONALIDADE
(em percentagem)

Discriminação	1969	1972	1975	1977
Capital Nacional				
Ativos Totais	100%	100%	100%	100%
Ativos Fixos Líquidos	35,63	33,67	30,88	30,58
Ativos Circulantes	55,79	56,28	59,35	53,26
Ativos N. Oper.	8,59	10,05	9,77	11,16
Passivos Totais	100%	100%	100%	100%
Capitais Próprios	49,98	46,01	40,88	41,14
Capitais Financeiros	20,85	25,79	30,39	30,70
Outros Cap.	29,17	28,20	28,73	28,16
		50,02	59,12	58,86
Capital Estrangeiro				
Ativos Totais	100%	100%	100%	100%
Ativos Fixos Líquidos	38,45	36,58	31,23	35,53
Ativos Circulantes	54,57	54,09	60,52	56,91
Ativos N. Oper.	6,97	9,33	8,25	9,57
Passivos Totais	100%	100%	100%	100%
Capitais Próprios	54,88	53,87	44,45	43,80
Capitais Financeiros	21,69	22,62	28,44	30,05
Outros Cap.	23,43	23,51	27,11	26,15
		45,12	55,55	56,20
Capital Estatal				
Ativos Totais	100%	100%	100%	100%
Ativos Fixos Líquidos	80,08	78,85	68,55	77,75
Ativos Circulantes	17,85	18,14	26,65	18,27
Ativos N. Oper.	2,07	3,01	4,80	3,99
Passivos Totais	100%	100%	100%	100%
Capitais Próprios	58,96	55,41	52,33	46,36
Capitais Financeiros	14,01	32,37	38,69	44,59
Outros Cap.	27,03	12,22	8,98	9,05
		41,04	47,67	53,64
Total de Empresas				
Ativos Totais	100%	100%	100%	100%
Ativos Fixos Líquidos	46,05	44,08	39,60	42,92
Ativos Circulantes	47,23	47,56	52,15	48,08
Ativos N. Oper.	6,73	8,36	8,24	9,00
Passivos Totais	100%	100%	100%	100%
Capitais Próprios	53,29	50,04	44,41	43,10
Capitais Financeiros	22,43	26,38	31,80	33,95
Outros Cap.	24,28	23,58	23,79	22,95
		46,71	55,59	56,90

Fonte: SRF/Cadec's de 1969 a 1978 — Tabulações FIFE.

ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS

TABELA 4
COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS NÃO-OPERACIONAIS
(em percentagem)

Discriminação	1969	1972	1975	1977
Capital Nacional (ANOP/AT)	(8,59)	(10,05)	(9,77)	(11,16)
Ativos Não-Operacionais	100%	100%	100%	100%
Ações e Particip.	44,14	47,94	56,29	55,64
Incentivos Fiscais	18,10	18,11	15,82	11,48
Aplicações Financ.	33,39	29,98	26,34	31,01
Empréstimos à Soc.	4,37	3,96	1,55	1,88
Capital Estrang. (ANOP/AT)	(6,97)	(9,33)	(8,25)	(9,57)
Ativos Não-Operacionais	100%	100%	100%	100%
Ações e Particip.	57,26	40,84	44,52	36,78
Incentivos Fiscais	19,72	18,98	15,64	12,26
Aplicações Financ.	22,67	39,67	39,46	50,81
Empréstimos à Soc.	0,35	0,51	0,38	0,16
Capital Estatal (ANOP/AT)	(2,07)	(3,01)	(4,80)	(3,99)
Ativos Não-Operacionais	100%	100%	100%	100%
Ações e Particip.	42,06	35,97	85,32	81,22
Incentivos Fiscais	7,01	3,25	1,37	1,38
Aplicações Financ.	50,94	60,75	13,31	17,40
Empréstimos à Soc.	—	0,03	—	—
Total de Emp. (ANOP/AT)	(6,73)	(8,36)	(8,24)	(9,0)
Ativos Não-Operacionais	100%	100%	100%	100%
Ações e Particip.	47,78	44,98	57,17	53,36
Incentivos Fiscais	17,83	17,22	13,85	10,58
Aplicações Financ.	31,48	35,13	27,94	34,85
Empréstimos à Soc.	2,92	2,67	1,05	1,21

Obs.: ANOP/AT: Ativo Não-Operacionais/Ativo Totais.
Fonte: SRF/Cadec's de 1969 — Tabulações FIPE.

1977. Entre seus componentes, as aplicações em ações e participações passaram de 44% em 1969 para 48% em 1972 e 56% em 1977. Estas imobilizações representam basicamente aplicações em ações de empresas coligadas ou transformação de incentivos fiscais em ações. Caíram as imobilizações em incentivos fiscais e empréstimos a sócios. As aplicações financeiras diminuíram em 1969 a 1975 (de 33% para 26%) voltando a crescer para 31% em 1977. As estrangeiras diminuíram suas aplicações em ações e participações e aumentaram fortemente suas aplicações financeiras (50% do ANOP em 1977). Estas observações permitem apontar que as aplicações financeiras (que chamaram atenção no período de 1976 a 1979 devido à aceleração da especulação financeira) tiveram certa importância no ativo não-operacional das empresas privadas desde o final dos

anos sessenta. Observa-se, também, que estas aplicações ganharam impulso entre 1975/77 — conforme notado pelo crescimento da especulação — sendo que esta aceleração se deu primeiro e mais fortemente para as empresas estrangeiras.

Analisando-se, por outro lado, a estrutura do passivo — tabela 5 — observa-se com nitidez o crescimento generalizado do endividamento das empresas.

As nacionais privadas se endividam mais rapidamente entre 1969 a 1975, estabilizando depois a participação dos capitais de terceiros sobre o passivo total em torno de 59%. Note-se que, para todos os anos da amostra, o índice de endividamento das nacionais é superior ao da média para o total das empresas. Dentre os capitais de terceiros au-

TABELA 5
COMPOSIÇÃO DOS CAPITAIS DE TERCEIROS
(em percentagem)

Discriminação	1969	1972	1975	1977
Capital Nacional (CT/PT)	(50,02)	(53,99)	(59,12)	(58,86)
Capitais de Terceiros	100%	100%	100%	100%
Fornecedores	21,27	20,30	18,71	18,35
Duplicatas Descontadas	10,20	8,44	6,62	5,81
Financiamentos Bancários	31,48	39,34	44,78	46,35
Empréstimos de Sócios	1,86	0,58	0,52	0,26
Outros	35,18	31,34	29,37	29,23
Capital Estrangeiro (CT/PT)	(45,12)	(46,13)	(56,53)	(56,20)
Capitais de Terceiros	100%	100%	100%	100%
Fornecedores	20,80	22,63	24,22	24,35
Duplicatas Descontadas	8,30	6,55	4,67	4,29
Financiamentos Bancários	29,78	42,48	46,52	49,18
Empréstimos de Sócios	4,63	1,74	0,55	0,67
Outros	26,48	26,60	24,03	21,52
Capital Estatal (CT/PT)	(41,04)	(45,59)	(47,67)	(53,64)
Capitais de Terceiros	100%	100%	100%	100%
Fornecedores	4,52	3,22	3,16	5,21
Duplicatas Descontadas	1,60	2,14	1,83	1,13
Financiamentos Bancários	64,26	70,45	79,34	81,99
Empréstimos de Sócios	2,33	1,61	0,70	0,82
Outros	27,29	22,58	14,97	10,85
Total de Empresas (CT/PT)	(46,71)	(49,96)	(55,59)	(55,90)
Capitais de Terceiros	100%	100%	100%	100%
Fornecedores	17,95	17,59	17,06	16,80
Duplicatas Descontadas	8,05	6,79	5,18	4,35
Financiamentos Bancários	39,96	46,02	52,01	55,32
Empréstimos de Sócios	2,69	1,05	0,56	0,49
Outros	31,34	28,54	25,19	23,04

Obs.: CT/PT = Capitais de Terceiros/Passivo Total.

Fonte: SRF/Cadec's de 1969 a 1978 — Tabulações FIPE.

mentam de participação os financiamentos bancários — de 31% em 1969 para 46% em 1977. Os “capitais financeiros” (financiamentos + descontos de duplicatas), representavam 42% do passivo total em 1969 e cresceram para 52% em 1977 — um crescimento menos rápido que o dos financiamentos bancários devido à diminuição da fração atribuída ao desconto de duplicatas. Este ato tem implicações, pois é sobre estes financiamentos que incidem diretamente os juros bancários.

As empresas estrangeiras aumentaram seu endividamento aceleradamente no período do auge de 1972 a 1975 quando a relação

CT/PT passou de 46% para 56%. O item capitais financeiros sobre o passivo total se elevou de 48% em 1969 para 53% em 1977. Neste aspecto, o endividamento bancário das estrangeiras, apesar de igualmente elevado, foi mais concentrado no “auge” do crescimento.

As empresas estatais apresentaram uma relação entre capitais de terceiros e passivo total de 41% em 1969 e 53% em 1977. Chama a atenção a participação dos capitais financeiros dentre os capitais de terceiros para as estatais. Esta participação cresceu de 66% em 1969 para 83% em 1977. Em decorrência disso, a incidência de despesas finan-

ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS

TABELA 6
COMPOSIÇÃO DAS RECEITAS
(em percentagem)

Discriminação	1969	1972	1975	1977
Capital Nacional				
Receita Operacional	100%	100%	100%	100%
Receita de Prod. Próp.	49,78	46,35	47,51	49,42
Receita de Revenda	36,69	38,47	36,93	35,38
Receita de Serviços	13,53	15,18	15,56	15,20
(Receita Não-Operac./Ro)	1,50	1,96	2,05	2,82
(Receita de Exportação/Ro)	2,59	3,50	3,68	4,22
Capital Estrangeiro				
Receita Operacional	100%	100%	100%	100%
Receita de Prod. Próp.	66,05	63,46	62,01	60,12
Receita de Revenda	26,89	26,86	29,75	31,31
Receita de Serviços	7,06	9,68	8,24	8,57
(Receita Não-Operac./Ro)	1,33	1,51	1,64	2,09
(Receita de Exportação/Ro)	2,36	2,65	4,25	3,67
Capital Estatal				
Receita Operacional	100%	100%	100%	100%
Receita de Prod. Próp.	50,01	53,60	62,63	60,07
Receita de Revenda	21,16	5,03	9,21	10,20
Receita de Serviços	47,83	41,37	1,56	7,78
(Receita Não-Operac./Ro)	12,37	7,78	9,89	11,42
(Receita de Exportação/Ro)	2,37	1,56	0,29	0,33
Total das Empresas				
Receita Operacional	100%	100%	100%	100%
Receita de Prod. Próp.	55,87	52,09	53,26	53,70
Receita de Revenda	31,37	33,03	32,98	32,49
Receita de Serviços	12,76	14,89	13,76	13,80
(Receita Não-Operacional/Ro)	1,96	2,14	2,34	3,08
(Receita de Exportação/Ro)	2,49	3,13	3,69	3,80

Fonte: SRF/Cadec's de 1969 a 1978 — Tabulações FIPE.

ceiras onerou pesadamente as estatais (atingiram 18% das receitas operacionais em 1977 — vide tabela 9).

Para o total das empresas, a taxa de endividamento cresceu ao longo de todo o período, passando de 46% para 56% do passivo total em 1977. O mesmo se observou quanto aos capitais financeiros que cresceram de 48% para 60% dentre os capitais de terceiros.

Composição das Receitas

No estudo da composição das receitas é interessante observar a evolução dos itens receita não-operacional/receita operacional e

receita de exportação/receita operacional⁽³⁾. Os dados destas razões estão na tabela 6.

Os dados da pesquisa permitem uma breve digressão sobre o processo da "Ciranda Financeira". Como se sabe, um dos aspectos dessa "Ciranda" foi o fato de as grandes empresas, com superávits de caixa, aplicarem estes recursos especulativamente devido à queda do horizonte de inversões produtivas. Os dados apurados ampararam a hipótese que muitas das grandes empresas tiveram suas receitas aumentadas pela eleva-

(3) Lembrando-se que a receita com exportações já está computada dentre as receitas operacionais.

TABELA 7
 DECOMPOSIÇÃO DA RECEITA POR CUSTOS E LUCRO OPERACIONAL
 (em percentagem sobre a Receita Operacional)

Discriminação	1969	1972	1975	1977
Capital Nacional				
Receita Operacional	100%	100%	100%	100%
Custos Diretos	62,74	65,38	65,11	66,05
Custos Indiretos	31,72	29,17	28,26	29,89
Lucro Operacional	5,54	5,46	6,63	4,06
Capital Estrangeiro				
Receita Operacional	100%	100%	100%	100%
Custos Diretos	59,87	62,94	66,54	67,48
Custos Indiretos	35,33	30,38	26,91	29,54
Lucro Operacional	4,80	6,68	6,56	2,98
Capital Estatal				
Receita Operacional	100%	100%	100%	100%
Custos Diretos	40,35	40,17	46,71	50,36
Custos Indiretos	50,11	43,60	44,89	48,22
Lucro Operacional	9,54	16,23	8,40	1,42
Total das Empresas				
Receita Operacional	100%	100%	100%	100%
Custos Diretos	60,59	63,24	64,59	65,60
Custos Indiretos	33,95	30,33	28,71	30,86
Lucro Operacional	5,45	6,43	6,70	3,53

Fonte: SRF/Cadec's de 1969 a 1978 — Tabulações FIPE.

ção dos ganhos com receitas não-operacionais entre 1975/77. Para as empresas nacionais, o índice receita não-operacional/receita operacional cresceu de 1,5% para 2,8%. Para as estrangeiras, este índice cresceu de 1,3% para 2,1%. Para as estatais a comparação fica prejudica. Isto porque as dotações orçamentárias e outras transferências do Governo modificam o significado desta conta invalidando o sentido da comparação. Mesmo assim, é interessante observar a elevação das receitas não-operacionais sobre as operacionais para as empresas estatais. Esta relação passou de 7,8% em 1972 para 11,4% em 1977. Posto que as estatais não podem aplicar em ativos financeiros da mesma forma que as empresas privadas, esta elevação reflete um processo importante: o crescimento das transferências orçamentárias. Sendo assim, cerca de 10% das receitas totais das estatais advieram de transferências do Governo em 1977.

A relação exportação /RO indica a evolução esperada, crescendo de 2,5% para 3,8% no total das empresas. Tanto as nacionais privadas como as estrangeiras exportaram mais em contraste com as estatais. De todo modo, a importância relativa das exportações para o faturamento total não foi grande.

Composição dos Custos

Em uma época de aceleração da inflação, certamente é de grande interesse saber como evoluiu a estrutura de custos das empresas. A decomposição da receita operacional pelos itens de custo e pelo lucro operacional está reportada na tabela 7.

Dentre os custos diretos (tabela 8) chama a atenção a queda regular ao longo do período da despesa com mão-de-obra direta na produção. Esta queda é mais acentuada para as nacionais privadas e para as estatais. Já os custos com matérias-primas demons-

ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS

TABELA 8
ESTRUTURA DOS CUSTOS DIRETOS
(em percentagem sobre a Receita Operacional)

Discriminação	1969	1972	1975	1977
Capital Nacional				
Custos Diretos/Rec. Oper.	62,75	65,38	65,11	66,06
Mão-de-Obra Direta	6,74	5,92	5,44	5,26
Matérias-Primas	22,81	22,61	23,22	24,11
Outros	33,20	36,85	36,45	36,69
Capital Estrangeiro				
Custos Diretos/Rec. Oper.	59,87	62,94	66,54	67,48
Mão-de-Obra Direta	6,84	6,58	6,07	6,35
Matérias-Primas	27,10	28,00	29,24	28,27
Outros	25,93	28,36	31,23	32,86
Capital Estatal				
Custos Diretos/Rec. Oper.	43,35	40,18	46,71	50,35
Mão-de-Obra Direta	8,28	5,77	4,26	4,78
Matérias-Primas	25,57	15,21	19,04	19,52
Outros	9,50	19,20	23,41	26,05
Total de Empresas				
Custos Diretos/Rec. Oper.	60,59	63,24	64,58	65,60
Mão-de-Obra Direta	6,85	6,11	5,59	5,60
Matérias-Primas	24,40	23,89	25,03	25,25
Outros	29,34	33,24	33,96	34,75

Obs.: "Outros" compreende basicamente subcontratações na produção.

Fonte: SRF/Cadec's de 1969 a 1978 — Tabulações FIPE.

traram relativa estabilidade. Posto que é conhecida a elevação dos preços das matérias-primas neste período, pode-se dizer que foi grande o poder de repasse para o preço final. Mesmo no período 1972/75, quando ocorreu o primeiro choque de preços do petróleo, a relação matérias-primas sobre receita operacional não se alterou.

Os custos indiretos — tabela 9 — permitem observar os seguintes comportamentos: queda da participação dos itens despesas administrativas, comercialização e impostos, estabilidade nos itens despesas com capital fixo, despesas com pesquisa e remessa de royalties; crescimento regular da incidência de despesas financeiras. Para o total das empresas este item passou de 3,4% em 1969 para 6,9% em 1977 — crescimento de mais de 100% em 8 anos. Este crescimento foi ainda mais acelerado para as empresas estatais, passando de 4% da receita para 18% entre 1969/1977.

Os lucros operacionais (vide tabela 7) cresceram para o total das empresas entre 1969 e 1975 (de 5,4% para 6,7%) caindo rapidamente entre 1975-1977 (de 6,7% para 3,5%). A queda foi mais rápida para as estrangeiras e estatais.

As nacionais privadas, apesar da desaceleração do crescimento da receita operacional, mantiveram uma taxa de lucro operacional por unidade de receita operacional razoavelmente boa nesta conjuntura (6,6% em 1975 e 4% em 1977). Este aspecto voltará a ser focado na seção seguinte.

É possível também decompor a taxa de crescimento da receita e dos custos visando focar quais os itens que mais pressionaram para os respectivos crescimentos. Desse modo, sabendo-se que:

$$RO = CD + G$$

onde RO = Receita Operacional

CD = Custo Direto

G = Margem Bruta de Adição

tem-se que

$$\frac{\Delta RO}{RO} = \frac{\Delta CD}{RO} + \frac{G}{RO}$$

que pode ser reescrita para

$$\frac{\Delta RO}{RO} = \frac{\Delta CD}{CD} \frac{CD}{RO} + \frac{\Delta G}{G} \frac{G}{RO}$$

(1)

ou seja, a taxa de crescimento da receita é igual à soma da taxa de crescimento do custo direto multiplicado por sua respectiva participação média na receita, somada à taxa de crescimento da margem de adição multiplicada por sua participação média na receita.

Os valores que cada membro desta equação assumiu no período 1969/72, 1972/75, 1975/77 e 1969/77 estão contidos na tabela 10. Estão reportadas as taxas médias de crescimento real por período, ou seja, deflacionadas pelo Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna da FGV. A tabela contém também a respectiva participação do primeiro e do segundo membro da equação na composição da taxa de crescimento da receita operacional.

Observa-se que, tanto para o total da indústria como para o total geral, o crescimento dos custos diretos diminuiu sua participação entre o período 1969/72 e 1972/75 tendo ocorrido aumento no peso do crescimento da margem de adição. Entre 1975/77 volta a se elevar o peso do crescimento dos custos diretos. Este é um comportamento macro esperado segundo Kalecki, se se lembrar que entre 1975/77 já se observava desaceleração das vendas.

Os comportamentos setoriais não seguem este mesmo padrão, ressaltando-se, por exemplo, o setor de duráveis onde a tendência foi de perda de participação no crescimento dos custos diretos e aumento no peso do crescimento da margem de adição.

Rentabilidade, Incidência de Despesas Financeiras e Alavancagem Financeira

A tabela 11 traz um quadro consolidado da demonstração dos resultados por nacionalidade nos anos de 1969, 1972, 1975 e 1976. Este quadro permite extrair informações bastante relevantes.

O total de empresas da amostra apresentou crescimento da razão lucro operacional sobre a receita operacional entre 1969 e 1975 de 5,4% para 6,7%. Esta taxa caiu rapidamente entre 1975 e 1977 (de 6,7% para 3,5%), especialmente pela queda do lucro das estrangeiras e das estatais. O lucro não-operacional cresceu ao longo de todo o período passando de 1,5% para 2,6%⁽⁴⁾. Verifica-se, por outro lado, o crescimento rápido das despesas financeiras entre 1972 e 1977. Neste espaço de cinco anos a incidência das despesas financeiras praticamente dobrou para o total das empresas. Em 1977, para as três classificações de nacionalidade, as despesas financeiras são maiores do que o lucro operacional.

Os dados da tabela 11 indicam também que entre 1972 e 1977 houve aumento da extração de excedente e não sua redução. Representando-se o excedente pela categoria "lucro total" (soma do lucro líquido mais depreciação mais despesas financeiras), vê-se que o excedente em 1972 foi de 14,5% e em 1977 cresceu para 15,5%. Entretanto, junto

(4) Novamente registra-se que para as empresas estatais o item Receita Não-Operacional tem significado diferente do das demais empresas por incluir receitas e transferências com origem no Governo. Isto afeta o total das empresas na medida em que as estatais estão somadas ao total.

TABELA 9
ESTRUTURA DOS CUSTOS INDIRETOS
(em percentagem sobre a Receita Operacional)

Discriminação	1969	1972	1975	1977
Capital Nacional				
Custos Ind./R. Operacional	31,72	29,17	29,59	29,91
Custo Ind. Aprop.				
Internamente				
Despesas com o Capital				
Fixo (Deprec.)	3,55	3,71	3,89	4,20
Despesas Administrativas	12,48	11,17	10,73	10,02
Desp. de Comercialização	3,34	3,12	2,91	2,96
Custo Indireto Apro.				
Externamente				
Impostos	8,99	7,79	6,98	6,67
Despesas Financeiras	3,30	3,28	4,97	5,59
Royalties e Pesq.	0,06	0,10	0,11	0,11
Capital Estrangeiro				
Custos Ind./R. Operacional	35,33	30,41	28,40	29,57
Custo Ind. Aprop.				
Internamente				
Despesas com o Capital				
Fixo (Deprec.)	4,69	4,60	3,60	3,73
Despesas Administrativas	12,09	10,24	9,07	9,39
Desp. de Comercialização	3,68	3,56	3,08	2,87
Custo Indireto Apro.				
Externamente				
Impostos	10,73	8,23	7,34	6,63
Despesas Financeiras	3,57	3,43	5,10	6,78
Royalties e Pesq.	0,57	0,35	0,21	0,17
Capital Estatal				
Custos Ind./R. Operacional	52,91	43,61	45,27	48,22
Custo Ind. Aprop.				
Internamente				
Despesas com o Capital				
Fixo (Deprec.)	13,73	13,77	12,34	9,80
Despesas Administrativas	29,96	13,87	16,02	13,59
Desp. de Comercialização	1,01	0,92	0,54	0,92
Custo Indireto Apro.				
Externamente				
Impostos	3,94	7,67	5,59	5,68
Despesas Financeiras	4,22	7,32	10,75	18,16
Royalties e Pesq.	0,05	0,06	0,03	0,07
Total das Empresas				
Custos Ind./R. Operacional	33,95	30,33	30,05	30,88
Custo Ind. Aprop.				
Internamente				
Despesas com o Capital				
Fixo (Deprec.)	4,47	4,54	4,25	4,37
Despesas Administrativas	13,03	11,03	10,46	10,02
Desp. de Comercialização	3,36	3,14	2,84	2,80
Custo Indireto Apro.				
Externamente				
Impostos	9,40	7,92	7,03	6,60
Despesas Financeiras	3,44	3,54	5,33	6,96
Royalties e Pesq.	0,25	0,18	0,14	0,13

Obs.: Custo Indireto = Custo Indireto Apropriado Internamente + Custo Indireto Apropriado Externamente.

Fonte: CIEF/SRF: Intersecção de vários CADEC's — Tabulações FIPE.

TABELA 10

DECOMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO DA RECEITA POR ITENS DE CUSTO

TOTAL DA INDÚSTRIA

(ÍNDICE x 100)

Setor	ANO	$\Delta RO/RO$	CD/RO	$\Delta CD/CD$	C/RO	AC/C	$\frac{CD}{RO} \cdot \frac{\Delta CD}{CD}$	$\frac{C}{RO} \cdot \frac{AC}{C}$	(7/1)	(8/1)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)		
1. Cons. não Dur.	1969/77	11,4	61,8	12,9	38,2	9,0	8,0	3,4	70,0	30,0
	1969/72	12,6	60,2	14,7	39,8	9,6	8,8	3,8	69,9	30,3
	1972/75	14,5	62,4	15,2	37,6	13,3	9,5	5,0	65,6	34,5
	1975/77	5,3	64,1	7,1	35,9	2,2	4,5	0,8	85,7	14,8
2. Cons. Dur.	1969/77	11,8	58,5	13,4	41,5	9,6	7,8	4,0	66,4	33,7
	1969/72	9,7	57,7	13,0	42,3	5,4	7,5	2,3	77,0	23,7
	1972/75	18,7	61,1	20,0	38,9	17,0	12,1	6,6	64,8	35,2
	1975/77	5,0	61,9	4,8	38,1	5,2	3,0	2,0	60,1	39,9
3. Bens Cap.	1969/77	7,1	58,1	8,0	41,9	6,0	4,7	2,5	65,1	34,9
	1969/72	0,5	58,8	3,5	41,2	-3,6	2,1	-1,5	401,4	-289,6
	1972/75	19,8	61,5	19,9	38,5	19,6	12,2	7,5	61,9	38,1
	1975/77	-0,2	60,8	-1,5	39,2	1,9	-0,9	0,7	413,7	-319,8
4. Insumos	1969/77	12,9	66,1	13,5	33,9	11,6	8,9	3,9	69,3	30,7
	1969/72	10,8	64,0	10,2	35,9	11,9	6,6	4,3	60,6	39,4
	1972/75	21,3	65,2	23,3	34,8	17,7	15,2	6,2	71,2	28,9
	1975/77	4,1	67,1	4,7	32,9	2,9	3,1	0,9	77,0	23,0
5. Tot. Ind.	1969/77	11,4	62,5	12,5	37,5	9,6	7,8	3,6	68,6	31,5
	1969/72	9,4	61,1	10,7	38,8	7,3	6,5	2,8	69,7	30,4
	1972/75	18,9	63,3	20,2	36,7	16,7	12,8	6,1	67,7	32,4
	1975/77	3,9	64,6	4,4	35,3	2,9	2,9	1,0	73,5	26,5
6. Ind. Util. Púb.	1969/77	15,9	20,4	19,5	79,6	15,0	4,0	12,0	25,0	75,1
	1969/72	19,6	18,9	23,8	81,1	18,6	4,5	15,1	22,9	77,2
	1972/75	16,7	19,8	16,7	80,2	16,7	3,3	13,4	19,8	80,2
	1975/77	9,4	21,3	17,5	78,7	7,4	3,7	5,8	39,4	61,4
7. Ind. Const.	1969/77	18,8	64,8	22,4	35,2	12,2	14,5	4,3	77,4	22,9
	1969/72	31,3	60,5	36,5	39,5	23,8	22,1	9,4	70,5	29,9
	1972/75	18,0	64,2	18,3	35,7	17,6	11,7	6,3	65,1	34,8
	1975/77	3,1	68,6	9,4	31,4	-9,6	6,5	-3,0	209,4	-97,2
8. Emp. Agric. Criad.	1969/77	11,0	70,7	11,7	29,3	9,1	8,3	2,7	75,7	24,4
	1969/72	19,8	69,7	21,0	30,3	17,0	14,6	5,1	74,0	26,1
	1972/75	2,4	72,6	4,1	27,4	-1,9	3,0	-0,5	122,9	-21,5
	1975/77	11,5	73,5	10,2	26,5	15,2	7,5	4,0	65,2	35,0
9. Transporte	1969/77	12,1	59,0	14,8	41,0	8,5	8,7	3,5	71,7	28,6
	1969/72	17,6	54,5	19,0	45,5	16,0	10,3	7,3	58,6	41,4
	1972/75	15,2	58,3	19,1	41,7	10,0	11,2	4,2	73,3	27,3
	1975/77	0,2	62,8	2,7	37,2	-4,0	1,7	-1,5	1046,6	-914,2
10. Serviço	1969/77	13,3	41,2	18,7	58,8	9,7	7,7	5,7	58,0	42,7
	1969/72	13,6	42,9	51,5	57,1	1,9	13,5	1,1	99,0	8,1
	1972/75	14,2	50,5	11,8	49,5	16,7	5,9	8,3	41,0	58,3
	1975/77	11,5	48,8	11,5	51,1	11,6	5,6	5,9	48,8	51,2
11. Comércio	1969/77	11,0	77,2	11,4	22,8	9,7	8,8	2,2	80,0	20,0
	1969/72	13,4	77,4	14,7	22,6	9,1	11,4	2,1	84,8	15,3
	1972/75	12,4	78,3	11,9	21,7	14,0	9,3	3,0	75,4	24,6
	1975/77	5,6	78,1	6,0	21,9	4,3	4,7	0,9	83,1	16,9
12. Outros	1969/77	18,1	77,4	19,3	22,6	13,9	15,0	3,2	82,7	17,4
	1969/72	26,7	76,3	29,1	23,7	19,1	22,2	4,5	83,3	17,0
	1972/75	18,2	79,4	19,1	20,6	14,8	15,2	3,1	83,3	16,8
	1975/77	6,2	80,4	6,4	19,6	5,4	5,1	1,0	83,1	16,9
13. Total	1969/77	11,8	63,1	12,9	36,9	9,9	8,2	3,7	69,1	31,0
	1969/72	11,3	61,9	12,9	38,1	8,7	8,0	3,3	70,7	29,5
	1972/75	17,7	63,9	18,5	36,1	16,3	11,8	5,9	66,9	33,1
	1975/77	4,3	65,1	5,1	34,9	2,8	3,3	1,0	77,5	22,6

TABELA 11

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS — QUADRO CONSOLIDADO
(em percentagem sobre a Receita Operacional)

Discriminação	1969	1972	1975	1977
Capital Nacional				
Receita Operacional	100%	100%	100%	100%
— Custo Operacional	94,46	94,54	93,37	95,94
= Lucro Operacional	5,54	5,46	6,63	4,06
+ Receita Não-Operacional				
Líqu.	1,16	1,60	1,58	1,43
= Lucro Líquido	6,70	7,06	8,21	6,49
+ Depreciação	2,39	2,12	2,05	2,02
= Lucro Bruto	9,09	9,18	10,26	8,51
+ Despesas Financ.	3,30	3,28	4,97	5,95
= "Lucro Total"	12,39	12,46	15,23	14,46
Capital Estrangeiro				
Receita Operacional	100%	100%	100%	100%
— Custo Operacional	95,20	93,32	93,44	97,02
= Lucro Operacional	4,80	6,68	6,56	2,98
+ Receita Não-Operacional				
Líqu.	1,00	1,16	1,32	1,91
= Lucro Líquido	5,80	7,84	7,88	4,89
+ Depreciação	3,31	3,02	2,10	1,99
= Lucro Bruto	9,11	10,86	9,98	6,88
+ Despesas Financ.	3,57	3,43	5,10	6,78
= "Lucro Total"	12,68	14,29	15,08	13,65
Capital Estatal				
Receita Operacional	100%	100%	100%	100%
— Custo Operacional	90,46	93,77	91,60	98,58
= Lucro Operacional	9,54	16,23	8,40	1,42
+ Receita Não-Operacional				
Líqu.	9,31	6,44	7,96	9,06
= Lucro Líquido	21,91	22,67	16,27	10,48
+ Depreciação	10,97	10,21	9,28	7,94
= Lucro Bruto	32,88	32,88	25,55	18,42
+ Despesas Financ.	4,22	7,32	10,75	18,16
= "Lucro Total"	37,10	40,20	36,30	36,58
Total das Empresas				
Receita Operacional	100%	100%	100%	100%
— Custo Operacional	94,55	93,57	93,30	96,47
= Lucro Operacional	5,45	6,43	6,70	3,53
+ Receita Não-Operacional				
Líqu.	1,49	1,73	1,84	2,64
= Lucro Líquido	6,94	8,16	8,54	6,17
+ Depreciação	3,51	2,84	2,46	2,36
= Lucro Bruto	10,45	11,00	11,00	8,53
+ Despesas Financ.	3,44	3,64	5,33	6,96
= "Lucro Total"	13,89	14,54	16,33	15,49

Fonte: SRF — Intersecção de Cadec's de 1969 1977 — Tabulações FIPE.

com o maior excedente houve uma violenta redistribuição de sua apropriação a favor dos ganhos financeiros.

A tabela 12 reporta diversos indicadores de rentabilidade sobre o capital: lucros expressos em termos do capital próprio (patrimônio líquido) e dos capitais totais; indicadores de extração de excedente bruto (lucro total) sobre os capitais totais; indicadores de incidência de despesas financeiras e de despesas financeiras sobre os "capitais financeiros" (uma *proxy* da taxa de juros paga pelas empresas); indicadores da relação lucro não-operacional sobre lucro operacional etc.

O conceito tradicional de taxa de lucro relaciona o lucro líquido com o patrimônio líquido. Para o total de empresas a taxa de lucro subiu de 12,7% em 1969 para 17,8% em 1975. Caiu para 12,9% em 1977, situando-se, mesmo assim, ainda em nível superior ao de 1969. O crescimento da incidência de despesas financeiras foi rápido no período. Em 1977, apropriaram cerca de 53% do excedente livre (relação $\text{Desp.Fin./Luc. Líq.} + \text{Desp. Fin.}$).

Para as nacionais privadas, a taxa de lucro foi mantida em níveis elevados em todo o período. Passou de 14,9% em 1969 para 21,8% em 1975, baixando para 16,9% em 1977. As nacionais privadas que comparecem nesta amostra conseguiram manter uma rentabilidade operacional razoável mesmo no período de 1975/77 que iniciou a desaceleração do ciclo econômico. Recordando, a amostra é composta basicamente de grandes empresas. Assim, a idéia de que as nacionais privadas grandes já estavam "em penúria" desde meados dos anos setenta precisa ser vista com cuidado. Por outro lado, as nacionais privadas não acusaram aumento nas receitas não-operacionais líquidas. Como se viu na seção anterior, as nacionais aplicaram boa parte de seus ativos não-operacionais em ações (especialmente subsidiárias, firmas coligadas ou em algum outro tipo de conglomeração) de tal forma que, entre 1972 e 1977, praticamente se manteve estável a

relação entre receitas não-operacionais líquidas e receitas operacionais. As despesas financeiras mantiveram-se em torno de 3,1% da receita operacional até 1972, crescendo depois para 5,9%.

As estrangeiras mantiveram boa rentabilidade operacional até 1975, acusando queda entre 1975 e 1977. Parte desta queda foi compensada com a elevação das receitas não-operacionais. Também para este grupo de empresas as despesas financeiras cresceram rapidamente entre 1972-1977 (de 3,4% passaram para 6,8%).

As estatais, por último, apresentam uma evolução importante. Graças às sucessivas elevações das tarifas reais iniciadas em meados dos anos sessenta, sua rentabilidade cresceu. Em 1972 as estatais conseguiram uma rentabilidade operacional da ordem de 16,2% sobre as receitas operacionais. Em 1977, entretanto, esta rentabilidade foi praticamente anulada — caiu para 1,4%. Todos se lembram que a estratégia adotada no Governo de Geisel com relação às estatais foi defasar os reajustes tarifários *vis-à-vis* a inflação, induzindo-as a captarem recursos externos para o cumprimento de seus planos de expansão. Como resultado, entre 1975 e 1977, observou-se o seguinte: o ativo operacional das estatais desta amostra cresceu à taxa real média de 10,3% a.a., seu endividamento passou de 47,6% para 53,6% e as despesas financeiras cresceram para 18,1% das receitas. Para não levar as estatais à falência, o Governo teve de aumentar as transferências orçamentárias que em 1977 somaram 10% das receitas operacionais. Assim, a maior incidência das despesas financeiras (a relação $\text{Desp.Fin./Lucro Líq.} + \text{Desp. Fin.}$ passou de 18% em 1969 para 63% em 1977) ajudou a comprometer a lucratividade líquida destas empresas.

Alavancagem Financeira

Outra informação bastante importante refere-se à alavancagem financeira. O conceito de alavancagem relaciona-se com a van-

TABELA 12
INDICADORES DE RENTABILIDADE — POR NACIONALIDADE — 1969/77
(em percentagem)

	1969	1972	1975	1977
Capital Nacional				
Lucro Líquido/Pat. Líq.	14,9	16,8	21,8	16,9
Luc. Líq. + Deprec./Pat. Líq.	20,2	21,9	27,4	22,1
Luc. Líquido/Cap. Total				
Luc. Líq. + Desp. Fin/Cap. Total	11,1	11,3	14,3	13,3
Luc. Total/Cap. Total	13,8	13,6	16,6	15,5
Desp. Fin./ Cap. Fin.	17,6	13,9	17,8	20,8
Desp. Fin./Luc. Líq. + Desp. Fin.	33,0	31,7	37,7	47,8
Desp. Fin./Lucro Total	26,6	26,4	32,8	41,4
Lucro Não Oper./Lucro Oper.	21,6	29,3	28,6	59,1
Alavancagem Financeira	(3,8)	(5,5)	(7,6)	(3,6)
Capital Estrangeiro				
Lucro Líquido/Pat. Líq.	13,8	16,2	22,0	13,5
Luc. Líq. + Deprec./Pat. Líq.	21,7	22,5	27,9	19,0
Luc. Líquido/Cap. Total				
Luc. Líq. + Desp. Fin/Cap. Total	12,3	12,5	10,1	14,1
Luc. Total/Cap. Total	16,6	15,9	18,7	16,5
Desp. Fin./ Cap. Fin.	21,5	16,8	22,2	27,3
Desp. Fin./Luc. Líq. + Desp. Fin.	38,1	30,4	39,3	58,1
Desp. Fin./Lucro Total	28,4	23,8	33,8	49,6
Lucro Não Oper./Lucro Oper.	20,8	17,9	19,8	63,7
Alavancagem Financeira	(1,6)	(3,7)	(5,9)	(-0,6)
Capital Estatal				
Lucro Líquido/Pat. Líq.	6,9	9,5	6,9	4,9
Luc. Líq. + Deprec./Pat. Líq.	10,9	13,9	10,9	8,6
Luc. Líquido/Cap. Total				
Luc. Líq. + Desp. Fin/Cap. Total	5,0	7,0	6,0	6,2
Luc. Total/Cap. Total	7,3	9,4	8,0	7,9
Desp. Fin./ Cap. Fin.	3,4	5,3	6,2	8,9
Desp. Fin./Luc. Líq. + Desp. Fin.	18,3	24,4	39,8	63,4
Desp. Fin./Lucro Total	11,3	18,2	29,5	43,7
Lucro Não Oper./Lucro Oper.*	97,4	40,0	94,0	633,8
Alavancagem Financeira	(1,9)	(2,5)	(0,9)	(-1,3)
Total de Empresas				
Lucro Líquido/Pat. Líq.	12,7	14,9	17,8	12,9
Luc. Líq. + Deprec./Pat. Líq.	18,4	20,2	23,0	17,9
Luc. Líquido/Cap. Total				
Luc. Líq. + Desp. Fin/Cap. Total	10,1	10,7	12,9	11,8
Luc. Total/Cap. Total	13,2	13,3	15,2	13,9
Desp. Fin./ Cap. Fin.	14,9	12,3	15,5	18,4
Desp. Fin./Luc. Líq. + Desp. Fin.	33,1	30,3	38,4	53,0
Desp. Fin./Lucro Total	25,2	24,1	32,5	45,2
Lucro Não Oper./Lucro Oper.*	27,5	26,4	26,8	76,4
Alavancagem Financeira	(2,6)	(4,2)	(4,9)	(1,0)

Fonte: CIEF/SRF/MF — de 1969 a 1977 — Tabulações FIPE

Definições: Lucro Líquido = Lucro Líquido antes do Imposto de Renda

Lucro Bruto = Lucro Líquido + Depreciação

Lucro Total = Lucro Líquido + Depreciação + Despesas Financeiras

Cap. Total = Patrimônio Líquido + Cap. Financeiro + Outros Cap. Terceiros

* Alavancagem Financeira = (Luc. Líq./Pat. Líq.) — (Luc. Líq. + Desp. Final/Cap. Total).

* A definição de receitas não-operacionais para as Estatais inclui transferências Orçamentárias o que anula a comparação deste índice com o das empresas privadas.

tagem líquida trazida para uma empresa quando esta recorre à utilização de capital de terceiros. Deste modo, ocorre a alavancagem positiva quando o custo do endividamento é menor que o acréscimo de rentabilidade conseguido com a utilização de um capital total maior. Apesar do conceito ser claro, há algumas dificuldades para uma boa mensuração contábil. Sanvicente, em seu manual de Administração Financeira⁽⁵⁾, ensina que a alavancagem é positiva quando o retorno sobre o ativo total (rentabilidade do capital total) for maior que a taxa de juros devida aos capitais de terceiros. A dificuldade surge em saber se se deve adicionar a depreciação no conceito de lucro total ou se o indicador apropriado para o custo do endividamento deve ser despesas financeiras sobre o capital de terceiros ou apenas sobre o "capital financeiro" (financiamento bancários e descontos de duplicatas).

Adotou-se aqui a definição proposta por Bonelli e Guimarães⁽⁶⁾. Segundo estes autores, a alavancagem pode ser representada pela diferença entre a taxa de lucro líquida e a taxa de lucro total (sem incluir a depreciação). Ou seja:

Indicador de Alavancagem =

$$= \frac{\text{LUCRO LÍQ.}}{\text{PAT. LÍQ.}} - \frac{\text{LUC. LÍQ. + DESP FIN.}}{\text{CAP. TOTAL}}$$

Os dados deste estudo indicam que a alavancagem foi positiva e crescente para quase todos os cortes até 1975. Deste modo, o recurso ao endividamento permitiu elevar as taxas de crescimento que seriam possíveis apenas com os capitais próprios, bem como alavancar positivamente o lucro líquido.

(5) SANVICENTE, A.A. *Administração financeira*, São Paulo, Atlas, 1977. p. 95.

(6) BONELLI, R. & GUIMARÃES, E.A. Taxas de lucro de setores industriais no Brasil: uma nota sobre sua evolução no período 1973-1979. *Estudos Econômicos* 11 (3): 93-114, dez. 1981.

do. Porém em 1977 numerosos setores já reportavam taxas negativas⁽⁷⁾. O indicador para as estrangeiras e as estatais foi negativo em 1977. Ou seja, o maior endividamento passou a "cobrar com juros" sua participação após a reversão do ciclo.

Fluxos de Fundos

A análise dos fluxos de fundos permite compreender melhor como as empresas financiaram sua expansão e que alterações podem ter ocorrido neste período em que o setor financeiro cresceu aceleradamente.

O cálculo do fluxo de fundos foi efetuado através de três procedimentos diferentes. Em um primeiro procedimento, obteve-se o valor "fundos totais" através da subtração do valor histórico do ativo total entre dois anos consecutivos. Ou seja, não se somou ao ativo fixo nem a correção monetária nem se deduziu a depreciação⁽⁸⁾. Isto porque, o primeiro não é exatamente um fluxo líquido mas um ajuste contábil, e o segundo foi somado à conta de autofinanciamento. Esta forma de apuração dos "fundos totais" quando ele é decomposto pelas "fontes" de financiamento, tende a subestimar o item "novos aportes". A razão disso é a seguinte: pela legislação em vigor, boa parte dos novos aportes é devida à correção monetária do ativo. Por outro lado, este método, salvo erros nos dados, permite uma idéia mais próxima do valor efetivo dos novos aportes líquidos.

O valor dos fundos totais foi em seguida decomposto por fontes e usos. As fontes são o autofinanciamento (lucro líquido mais

(7) Como os setores de não-duráveis, insumos e serviços, vide ZINI, A. *Gastos das empresas com pesquisa e compra de tecnologia*. São Paulo, FINEP-FIPE, 1982. (mimeo).

(8) Recordando, o ativo total é composto pelo ativo fixo (valor histórico dos ativos mais correção menos a depreciação), pelo ativo circulante e pelo ativo não-operacional.

ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS

depreciação menos dividendos distribuídos), endividamento adicional (variação no capital de terceiros), e novos aportes (calculado como resíduo, ou seja, fundos totais menos autofinanciamento e endividamento). Os usos são investimento em ativo fixo (diferença entre o valor do ativo fixo de dois anos subseqüentes), investimento em capital circulante (diferença entre o valor nominal do capital circulante em dois anos subseqüentes) e investimento em ativo não-operacional (idem com relação aos itens que compõem esta conta). A tabela 13 apresenta os resultados que não incluem a correção monetária, isto é, são os fluxos líquidos. Já a tabela 14 reporta os fluxos de fundos totais, incluindo-se a correção.

Interessa aqui, principalmente, focar a evolução das fontes de fundo. Pela tabela 13 pode-se observar que o recurso ao endividamento adicional financiou mais de 50% dos fundos totais líquidos ao longo de todo o período. Cresceu ainda mais em 1976 e 1977 em parte devido à queda do lucro operacional. A contrapartida disso foi o aumento da participação dos capitais de terceiros (endividamento) no total do passivo. O autofinanciamento, apesar de elevado no início do período, perdeu participação ao longo do tempo⁽⁹⁾. Para o total das empresas, diminuiu de 37% em 1969 para 24% em 1972. Observe que este item apresenta grande oscilação para as estatais posto que estão sujeitas às determinações mais genéricas da política econômica adotada. Os novos aportes líquidos representaram um fonte de importância relativamente pequena, embora variando sensivelmente entre os cortes.

Analisando a tabela 14 que reporta os fluxos de fundo totais, ganham maior relevância

(9) No final dos anos sessenta, a participação do autofinanciamento foi estimada indiretamente como superior a 50%, porém já se observando o crescimento dos "fundos externos às empresas" Vide, SUZIGAN, W. G.; PEREIRA, J.E. & ALMEIDA, R. **Financiamento de projetos industriais no Brasil**. Rio de Janeiro, IPEA-INPES, 1972. (Relatório de Pesquisa, 9).

os novos aportes. Sua participação, inclusive, aumenta nos últimos anos da série, compensando parcialmente a queda do autofinanciamento. Os novos aportes segundo este procedimento são particularmente importantes para as estatais. Uma conclusão relevante é que a correção monetária tem sido uma fonte importante de capitalização contábil. Como se sabe, evitar a descapitalização das empresas foi um dos objetivos que se pretendia alcançar com sua introdução. Por outro lado, na mesma medida em que a correção monetária tem sustentado os novos aportes, os novos aportes líquidos efetivos (tabela 13) têm tido participação baixa. De qualquer modo, mesmo com o recurso da correção, o endividamento adicional foi a principal "fonte" de fundos para a expansão das empresas no período de 1969 a 1977.

Há ainda uma terceira sistemática para a apuração dos fluxos de fundos. Trata-se de apurar estes fluxos com o conceito de "capital de giro próprio" Isto é feito deduzindo-se o item "outros capitais" do ativo circulante por um lado, e dos "capitais de terceiros" de outro. Com este procedimento obtém-se uma avaliação mais próxima das necessidades efetivas de investimento e capital de giro (pelo lado dos usos) e do endividamento adicional (pelo lado das fontes). Isto porque os "outros capitais" (fornecedores, obrigações fiscais, salários e demais capitais) refletem características institucionais e usuais no meio empresarial referentes aos prazos de pagamento das obrigações não-bancárias. Os outros dois procedimentos já discutidos, embora registrem as necessidades totais dos fundos, superavaliam as necessidades de investimento em capital de giro, relativamente às outras categorias de aplicação.

A tabela 15 apresenta os resultados apurados dos fluxos de fundos, conceito de capital de giro próprio. Observa-se para o total de empresas que a parcela do endividamento adicional é uma fração relativamente menor *vis-à-vis* as tabelas 13 e 14. Representou 30%

TABELA 13
FLUXO DE FUNDOS POR NACIONALIDADE — FONTE E USOS
(fluxos anuais em percentagem)

	1970	1971	1972	1976	1977
Capital Nacional					
Fontes					
Autofinanciamento	37,9	38,7	30,0	28,9	26,9
Endividamento Adicional	57,4	54,3	63,0	61,2	66,0
Novos Aportes Líq.	4,7	7,0	7,0	9,9	7,1
Usos					
Invest. Ativo Fixo	26,6	26,7	32,5	22,9	25,0
Inv. Capital Circulante	60,0	62,7	56,5	64,4	61,1
Inv. Ativo Não-Operacional	13,4	10,6	11,0	12,7	13,9
Capital Estrangeiro					
Fontes					
Autofinanciamento	42,2	33,1	40,2	29,3	24,7
Endividamento Adicional	47,9	50,0	49,5	62,2	67,1
Novos Aportes Líq.	9,9	16,8	10,3	8,4	8,2
Usos					
Invest. Ativo Fixo	36,7	29,7	31,9	26,1	25,1
Inv. Capital Circulante	50,2	60,1	64,8	64,8	60,1
Inv. Ativo Não-Operacional	13,1	10,2	12,2	9,1	14,8
Capital Estatal					
Fontes					
Autofinanciamento	29,2	15,9	69,0	9,9	14,6
Endividamento Adicional	61,1	55,6	81,9	76,5	91,9
Novos Aportes Líq.	9,2	28,5	-60,0	13,5	-6,5
Usos					
Invest. Ativo Fixo	75,2	74,9	52,5	78,5	74,8
Inv. Capital Circulante	22,8	22,0	34,1	14,9	21,4
Inv. Ativo Não-Operacional	2,0	3,1	13,4	6,6	3,8
Total de Empresas					
Fontes					
Autofinanciamento	37,3	30,9	35,8	24,8	23,9
Endividamento Adicional	56,0	53,6	60,9	64,9	71,4
Novos Aportes Líq.	6,7	15,5	3,2	10,3	4,7
Usos					
Invest. Ativo Fixo	38,0	41,0	34,0	36,1	34,9
Inv. Capital Circulante	50,8	50,6	54,5	53,1	53,0
Inv. Ativo Não-Operacional	11,2	8,4	11,5	10,4	12,1

Fonte: CIEF/SRF/MF — Intersecção de vários exercícios — Tabulações FIPE.

das fontes no ano de 1970, crescendo para 46% em 1977. Aqui se pode notar que o endividamento bancário tem sido crescente, embora o autofinanciamento mais os novos aportes totais tenham financiado a maior parte dos investimentos das empresas no período de 1969 a 1975, segundo as necessidades efetivas de recursos líquidos.

O que se depreende desse conjunto de procedimentos relativos à apuração dos fluxos dos fundos é o seguinte.

Em primeiro lugar, importa reter que o crescimento das empresas do ponto de vista das necessidades de recursos líquidos foi financiado majoritariamente com recursos próprios (autofinanciamento e novos aportes) no período enfocado, embora o endividamento bancário tenha crescido rapidamente entre 1972-1977.

Do ponto de vista dos recursos totais (incluindo os outros capitais), a maior fonte de

ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS

TABELA 14
FLUXO DE FUNDOS TOTAIS POR NACIONALIDADE — FONTES E USOS*
(fluxos anuais em percentagem)

	1970	1971	1972	1976	1977
Capital Nacional					
Fontes					
Autofinanciamento	36,6	37,0	28,5	27,6	24,0
Endividamento Adicional	55,4	51,9	59,8	58,4	58,7
Novos Aportes Líq.	8,0	11,1	11,7	14,0	17,3
Usos					
Invest. Ativo Fixo	29,1	29,8	35,4	26,0	33,1
Inv. Capital Circulante	57,9	60,0	54,0	61,8	54,5
Inv. Ativo Não-Operacional	13,0	10,2	10,6	12,2	12,4
Capital Estrangeiro					
Fontes					
Autofinanciamento	40,0	32,6	37,5	28,6	19,7
Endividamento Adicional	45,3	49,2	46,3	60,7	53,4
Novos Aportes	14,7	18,2	16,1	10,7	26,7
Usos					
Invest. Ativo Fixo	40,1	30,8	36,2	27,9	40,3
Inv. Capital Circulante	47,5	59,2	52,3	63,2	47,9
Inv. Ativo Não-Operacional	12,4	10,0	11,5	8,9	11,8
Capital Estatal					
Fontes					
Autofinanciamento	22,0	13,7	37,2	7,9	8,7
Endividamento Adicional	46,4	47,7	44,1	60,5	55,0
Novos Aportes	31,6	38,6	18,7	31,2	36,3
Usos					
Invest. Ativo Fixo	81,4	78,5	74,4	82,3	85,0
Inv. Capital Circulante	17,2	18,9	18,4	11,8	12,8
Inv. Ativo Não-Operacional	1,4	2,6	7,2	5,3	2,2
Total de Empresas					
Fontes					
Autofinanciamento	34,1	28,8	31,9	22,8	18,9
Endividamento Adicional	51,2	50,0	54,3	59,7	56,4
Novos Aportes Líq.	14,7	21,2	13,8	17,5	24,6
Usos					
Invest. Ativo Fixo	43,3	44,9	40,8	41,1	48,4
Inv. Capital Circulante	46,5	47,2	48,9	49,3	42,0
Inv. Ativo Não-Operacional	10,2	7,9	10,3	9,6	9,6

Nota: * Inclui o valor da Correção Monetária no Valor do Ativo Fixo.

Fonte: CIEF/SRF/MF — Intersecção de vários exercícios — Tabulações FIPE.

fundos foi o capital de terceiros, ou seja, o maior endividamento bruto total.

A correção monetária, por sua vez, tem sido um importante instrumento para financiar o crescimento das empresas, a ponto de responder praticamente pela quase totalidade do que se contabiliza como novos aportes. Os novos aportes líquidos foram diminutos — exceção feita ao ano de 1971 — o que mostra que os empresários brasileiros

quando dispuseram de recursos livres não os canalizaram para suas empresas já formadas, mas sim para outras aplicações: quer seja investimentos na formação de novos empreendimentos, quer seja aplicações especulativas. De qualquer modo, os dados indicam que foram os recursos gerados internamente que financiaram a necessidade líquida de recursos na expansão de 1969 a 1975.

TABELA 15

FLUXO DE FUNDOS TOTAIS — CONCEITO DE CAPITAL DE GIRO PRÓPRIO — FONTES E USOS*
(fluxos anuais em percentagem)

	1970	1971	1972	1976	1977
Capital Nacional					
Fontes					
Autofinanciamento	37,9	38,7	29,8	28,8	26,9
Endividamento Adicional	26,5	27,1	33,6	31,5	35,3
Novos Aportes Líq.	35,6	34,2	36,7	39,7	37,8
Usos					
Invest. Ativo Fixo	36,6	36,7	42,5	—	—
Inv. Capital de Giro Próprio	40,0	42,7	36,5	—	—
Inv. Ativo Não-Operacional	23,4	20,6	21,0	22,8	23,9
Capital Estrangeiro					
Fontes					
Autofinanciamento	42,7	33,3	40,1	29,5	24,9
Endividamento Adicional	22,8	24,0	25,7	29,2	42,2
Novos Aportes	34,5	42,7	34,2	41,3	32,9
Usos					
Invest. Ativo Fixo	37,2	29,9	31,9	—	—
Inv. Capital de Giro Próprio	39,6	49,8	45,9	—	—
Inv. Ativo Não-Oper.	23,2	20,3	22,2	29,2	30,9
Capital Estatal					
Fontes					
Autofinanciamento	29,4	16,0	72,1	10,0	14,7
Endividamento Adicional	54,5	27,8	105,5	63,3	80,7
Novos Aportes	16,1	56,2	-77,6	26,7	4,5
Usos					
Invest. Ativo Fixo	75,9	75,1	54,9	—	—
Inv. Capital de Giro Próprio	22,1	21,8	31,1	—	—
Inv. Ativo Não-Operacional	2,0	3,1	14,0	6,6	3,8
Total de Empresas					
Fontes					
Autofinanciamento	37,4	30,9	35,8	24,8	24,0
Endividamento Adicional	30,8	26,5	36,9	37,9	45,9
Novos Aportes	31,7	42,5	27,3	37,2	30,1
Usos					
Invest. Ativo Fixo	38,8	47,8	31,8	—	—
Inv. Capital de Giro Próprio	43,8	53,8	51,9	—	—
Inv. Ativo Não-Operacional	17,4	18,1	16,3	20,4	22,2

Nota: * Incluiu o valor da Correção Monetária no Valor do Ativo Fixo.

Fonte: CIEF/SRF/MF — Intersecção de vários exercícios — Tabulações FIPE.

Comentários Conclusivos

O principal objetivo desta pesquisa foi a geração de dados para estudar a evolução da estrutura de ativos e passivos, a mudança de composição da estrutura de custos, as variações dos fluxos de fundos e da rentabilidade das empresas no período de 1969 a 1977.

Uma conclusão importante é que a abordagem do ciclo recente da economia brasileira feita por economistas como Conceição Tavares, Belluzo, Façanha, Bonelli, entre outros, encontra forte apoio nos dados aqui reportados. Ou seja, a interpretação citada do ciclo recente, feita sem que estivessem disponíveis dados como os expostos aqui, é confirmada em seus principais aspectos pe-

ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS

las informações dos Balanços da amostra de grandes empresas estudada nesta pesquisa.

O objetivo principal das empresas modernas é "expandir e valorizar a massa de capital sob o comando"⁽¹⁰⁾. Para crescer a empresa enfrenta tanto problemas de concorrência específicos ao mercado em que atua, restrições de acesso a tecnologia e matérias-primas fornecidas por outras empresas, problemas mais gerais de concorrência intercapitalista, bem como restrições à capacidade própria de financiar a sua expansão.

A expansão de uma grande empresa depende, principalmente, de sua capacidade de extração de excedente sobre seus custos. A empresa pode financiar seu crescimento internamente através da reinversão do lucro bruto retido ou externamente através de financiamentos bancários, subscrições de ações por parte de novos acionistas e pela obtenção de "créditos" por parte de seus fornecedores.

O financiamento externo pode permitir que uma empresa cresça mais depressa do que seria possível apenas com seus próprios recursos. Entretanto, se considerado um período de tempo maior, a taxa de lucro de uma empresa e os aportes de capital de seu proprietário e/ou principais acionistas é que colocam o limite às suas possibilidades de crescimento. O financiamento externo pode potencializar a valorização do capital próprio de uma empresa mas não "apaga" este próprio processo. Isto é, não permite esquecer que o crescimento da empresa relaciona-se com a geração de lucros delimitada na concorrência entre as empresas.

Entre as principais evidências deste estudo, ressaltam-se:

a. a taxa de crescimento do total das empresas (ativo operacional) foi bastante eleva-

da: cerca de 10% em média por ano entre o período de 1969/1977;

- b. as empresas nacionais privadas cresceram mais do que as estrangeiras, mas foram as estatais as que mais cresceram na média do período;
- c. entre os itens que compõem o ativo, observou-se o crescimento da participação dos ativos não-operacionais;
- d. para as nacionais privadas, cresceram as aplicações em ações e participações (dentre os ativos não-operacionais), possivelmente como reflexo do processo de conglomeração dos grupos não-financeiros. Já as empresas estrangeiras aumentaram suas aplicações financeiras aceleradamente entre 1975/77;
- e. do lado do passivo observa-se um maior endividamento de todos os cortes da pesquisa entre 1969/77. Para o total de empresas a taxa de capitais de terceiros sobre capitais próprios passou de 46% para 56%. Este é um índice de endividamento mais elevado do que a média das empresas americanas e inglesas, como apontou Maria Lúcia Rangel Filardo⁽¹¹⁾;
- f. do lado dos custos há queda expressiva das despesas com mão-de-obra na produção e impostos; por outro lado crescem nitidamente as despesas financeiras (em 1977 as despesas financeiras como percentagem de receita operacional chegam a ser maiores que o lucro operacional sobre esta receita);
- g. entre 1972 e 1977 cresceu a extração de excedente bruto mas houve violenta redistribuição das frações respectivas da sua apropriação entre o lucro industrial e o pagamento de juros;

(10) Vide CALABI, A; REISS, G. & LEVY, P. *Geração de poupanças e estrutura de capital das empresas no Brasil*. Op. cit.

(11) FILARDO, M.L.R. *Fontes de financiamentos das empresas no Brasil*. Rio de Janeiro, BNDE, 1980.

- h.** o maior endividamento alavancou positivamente o crescimento e o lucro líquido das empresas, mas já em 1977 numerosos setores acusavam alavancagem negativa;
 - i** o fluxo de fundos líquidos demonstrou que a importância dos novos aportes líquidos foi pequena para a expansão das empresas. A importância dos novos aportes passa a ser maior quando se
- computa a correção monetária obrigatória dos ativos;
- j** o endividamento adicional foi a mais importante fonte de fundos totais — mais de 50% dos fundos. Quando apurado o conceito de "Capital de Giro Próprio" a importância do endividamento adicional é menor, embora crescente entre 1972-1977.