UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS - UNICAMP
INSTITUTO DE ECONOMIA - IE

Victor Raphael Rosa

Evolução do perfil do fluxo de caixa das empresas não financeiras brasileiras de capital aberto

Campinas
2017

VICTOR RAPHAEL ROSA

Evolução do perfil do fluxo de caixa das empresas não financeiras brasileiras de capital aberto

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob a orientação do prof. Miguel Juan Bacic.

Campinas

2017

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar como se deu a evolução na formação do portfólio das empresas não financeiras brasileiras de capital aberto durante o período de 2003-2012 de acordo com a taxonomia de Minsky. Para realizar tal análise tem-se, primeiramente, a necessidade de que se entendam os motivos para as empresas estarem naquela situação em 2003. Assim o primeiro capítulo estuda as bases que levaram a mudança de governança das empresas, ou seja, busca entender o motivo que levou as empresas a buscarem a maximização da riqueza dos acionistas e para isso acabam deixando de lado os investimentos operacionais de longo prazo em detrimento dos financeiros de curto prazo. O segundo capítulo, visa explicar como é formado o portfólio de uma empresa e as flutuações das economias capitalistas. Enquanto o terceiro capítulo mostra uma análise acerca da economia brasileira durante o período estudado, e após essa análise é apresentado o ponto principal deste trabalho, a análise das empresas. Esta análise aponta que as firmas, em um primeiro momento, possuíam finanças especulativas ou ponzi, e com um novo influxo de capitais passaram a possuir posição hedge. Porém em 2008, com a crise mundial, este cenário se altera, levando a diminuição de empresas hedge e o aumento de empresas especulativas e ponzi. Percebe-se, assim, que durante o período analisado as empresas cresceram galgadas em um aumento de sua fragilidade. Este aumento pode ser percebido com os processos de solvências de várias empresas e com as pioras nos indicadores de endividamento. Além do grande aumento das despesas financeiras dessas empresas aliadas a redução em seus lucros e pioras em seus indicadores de rentabilidade Esta mudança no perfil do fluxo de caixa das empresas pode ser um dos motivos pelos quais o Brasil passa por um período de recessão atualmente.

Palavras-chave: Minsky, empresas brasileiras, abordagem setorial, governança corporativa, financeirização, fragilidade.

ABSTRACT

This work aims to analyze how the portfólio of the non-financial open-capital brazilian enterprises changed over the period from 2003 to 2012 according to Minsky taxonomy. To realize this analyze, first, we need to understand the reasons that leads the companies to be in that situation in 2003. Like this, the first chapter studies the bases that took the changes in the company's governance, that is, seeks to understand the reasons that took the companies to reach the maximization of the shareholder's value. The second chapter explains how the company's portfolio is formed and the fluctuations of capitalism economies. While the third chapter shows an analyze about brazilian economies during the period analyzed and after that analyze we present the principal point of this work, the enterprises analyze. This thesis shows that in the first moment, the companies had speculatives and ponzi finances, and with a new influx of international capital the firms passed to have hedge finances. However, in 2008, with the world's crises, this scene changes leading down the numbers of hedge companies and increasing the numbers of speculative and ponzi finances. We observed that during the period analyzed the enterprises grown up supported by the increase of their fragility. This increase can be noticed with the process of solvency of diverses firms and with the worst results of the debt indicators. Beyond the huge increase of the financial expenses allied with the reduction in their profits and the profitability indicators getting worst. The change in the cash flow profile of the companies can be one of the reason that leads the recession of brazilian's economy currently.

Keywords: financialization, corporate governance, brazilian enterprises, sectoral approach, Minsky, fragility.

SUMÁRIO

Resumo……...IV

Abstract……....V

Introdução……....09

1. Financeirização e as mudanças na governança corporativa..……....13

1.1 Financeirização..……...14

1.2 Mudança de governança empresarial..……...16

1.3 Financeirização brasileira e efeitos nas empresas..……..……...17

2. As flutuações capitalistas e seus impactos na formação do portfólio empresarial ……..……...21

2.1 Formação de portfólio..……..……..21

2.2 Alavancagem financeira……..……23

2.3 As flutuações capitalistas……..……26

3. Desempenho da economia brasileira e de suas empresas não financeiras……..31

3.1 Economia brasileira entre 2003-2012…..……...31

3.2 Padrão brasileiro de financiamento……..……....34

3.3 Apresentação do resultados..……..……...38

3.3.1 Metodologia utilizada……..38

3.3.2 Análise e apresentação dos dados……..41

3.4 Análise setorial…..……....52

4. Conclusão……....61

5. Referências ……..……..63

Anexo Estatístico.....69

Vale: BP e DRE em R$ milhões.....69

Gerdau: BP e DRE em R$ milhões.....70

Braskem: BP e DRE em R$ milhões. 70
Cemig: BP e DRE em R$ milhões.....71
Eletrobras: BP e DRE em R$ milhões.....72
CPFL: BP e DRE em R$ milhões.....73
CCR: BP e DRE em R$ milhões.....73
Rossi: BP e DRE em R$ milhões.....74
Mendes Jr.: BP e DRE em R$ milhões.....74
BRF: BP e DRE em R$ milhões.....75
Pão de açúcar: BP e DRE em R$ milhões.....76
AMBEV: BP e DRE em R$ milhões.....76

INTRODUÇÃO

A liberalização financeira das últimas décadas desencadeou a criação de novos mecanismos financeiros levando a uma mudança nos portfólios das empresas brasileiras não-financeiras que passaram a utilizar muito mais recursos de terceiros como forma de financiamento.

A financeirização teve origem na década de 1960 com mudanças no sistema monetário internacional e devido a alterações micro e macroeconômicas na década de 1970. Essas alterações foram: aumento da inflação e da taxa de juros americana, primeiro choque do petróleo, estagflação (Miranda, 2013). Esse processo marcou a retomada da hegemonia americana, assim como a do dólar.

Os novos mecanismos financeiros criados fizeram com que os agentes econômicos (empresas, governos e famílias) mudassem sua estrutura patrimonial (Miranda, 2013). O governo passou a ter maiores déficits, as famílias passaram a ter ativos financeiros como forma investimento e obtenção de renda, enquanto as empresas não-financeiras passaram a buscar a maximização da riqueza do acionista, levando a preferência dos resultados de curto prazo em detrimento aos de longo.

A mudança de governança das empresas não-financeiras deu-se pelo fato de que ela favorece o controle do capital financeiro sobre o produtivo e assim facilita a internacionalização de recursos, como aponta Lazonick e O'Sullivan, (2000). Esse influxo de recurso foi importante para as empresas conseguirem se financiar, visto que, em 1979, com o aumento das taxas de juros, lideradas pela economia americana, o custo do capital de terceiros cresceu e as empresas precisavam de uma nova forma para se financiar. Assim, as empresas passaram a ter a emissão de ações como uma das principais fontes de captação de recursos. Logo, garantir os menores riscos e um maior controle para os acionistas era de suma importância para elas.

As empresas brasileiras não utilizaram-se dessa nova forma de financiamento durante a década de 1980, visto que foi um período de grande instabilidade nacional (crise cambial, aumento dos juros, crise nas finanças públicas).Assim, as empresas brasileiras, passaram a preferir uma abordagem menos arriscada, preferindo a utilização de recursos próprios para financiar suas atividades ao mesmo tempo em

que procuraram manter aplicações líquidas para obter resultados financeiros e a buscar os resultados de curto prazo.

Este processo leva a uma diminuição da fragilidade financeira das empresas segundo a visão minskyana como aponta Miranda (2013). Esta visão consiste em que uma empresa possa assumir três posições no perfil de seu fluxo de caixa (Minsky, 1986): a primeira é a posição *finance Hedge*, ela é caracterizada por uma empresa que possui um fluxo de caixa suficiente para arcar com o pagamento do juro da dívida e também da amortização do principal; a segunda posição é a *finance Speculative,* quando a empresa está nessa posição ela é capaz de pagar somente o juro da dívida, sendo que para pagar o principal ela deve vender ativos e ou optar pelo rolamento da dívida; a última posição é a *finance Ponzi,* nesta situação a empresa não consegue pagar nem o juro da dívida, sendo assim a empresa possui uma fragilidade muito elevada. È dizer, a fragilidade financeira da empresa aumenta na medida que o perfil de seu fluxo de caixa transite de Hedge para Ponzi.

Analisando essa mudança de acordo com a taxonomia de Minsky (2008) percebemos que elas passaram, no referente ao perfil do fluxo de caixa, de uma posição *Speculative* para uma *Hedge,* ou seja, se no início do período conseguiam pagar somente os juros da dívida depois passaram a conseguir amortizar o principal.

Ressalta-se que durante as décadas de 1970 e 1980 tivemos um aumento no crescimento do endividamento externo, com o intuito de aumentar o crescimento econômico, durante esse período, impulsionado pelas mudanças internacionais as dívidas que foram obtidas cresceram significativamente, e desse modo, o Estado para auxiliar as empresas, estatizou estas dívidas. Com o aumento do restringimento do capital internacional o Estado não conseguia mais rolar as dívidas internacional, então, domesticou essa dívida, através da emissão de títulos da dívida pública, além de utilizar de políticas macroeconômicas restritivas. Estas, por sua vez, levaram ao aumento da inflação que demorou a ser controlada. Durante o período de hiperinflação os agentes não buscavam investir, devido a um cenário de grande incerteza para o investimento, e além disso, demandaram mecanismos de mantenimento do seu patrimônio. Assim, o governo, criou títulos vinculados ao overnight, taxas atualizadas diariamente. Esse processo leva a uma mudança na

acumulação das empresas que agora passam a preferir auferir grandes lucros na esfera financeira em detrimento da esfera produtiva.

Na década de 1990, principalmente a partir de 1994, o Brasil retoma o acesso ao fluxo de capital estrangeiro através do Investimento Externo Direto (IDE), principalmente pelo plano real, as privatizações, as reformas fiscais e monetárias que enxugaram a liquidez nacional, a diminuição das taxas de juros no mundo. Ou seja, o capital vinha para o Brasil principalmente para a compra de empresas públicas que estavam sendo privatizadas.

A mudança do cenário nacional não alterou tanto a posição financeira das empresas brasileiras, ou seja, devido às altas taxas de juros e a facilidade de se obter recursos através de ações as empresas continuaram a ter uma posição *Hedge,* devido aos altos custos do capital de terceiros.

A partir de 2000, temos a diminuição desse fluxo de recursos, devido a instabilidades internas (apagão, efeito Lula) e externas (11 de setembro). Essa "fuga" de capitais levou as empresas a terem reduções em seus valores de mercado, levando a uma redução da captação de recursos através de emissões de ações. Assim as empresas passaram a buscar recursos de terceiros para se financiar, passando, então, a assumir uma posição *Speculative,* (Miranda 2013).

Em 2004, conforme Prates (2006). temos outro influxo de capital. Devido, principalmente, ao aumento da liquidez externa, a redução do risco país, a estabilização da taxa de câmbio e o *boom* das *commodities.* Esse novo fluxo de capital levou a um momento de euforia da economia brasileira, diminuindo as percepções de riscos e a preferência pela liquidez dos agentes. Assim as empresas brasileiras não-financeiras passaram financiar suas atividades, em grande parte, por meio do uso de capitais de terceiros, aumentando sua posição de fragilidade financeira.

A fragilidade que essa mudança de posição financeira trouxe pode ser observada em 2008 com o alastramento da crise americana e as reversões de expectativas. A deterioração internacional levou a uma redução do valor de mercado, reduzindo o seu acesso ao crédito e dificultando o pagamento de suas dívidas, levando as empresas a venderem ativos para conseguirem quitar suas

dívidas e até mesmo a solvência de algumas. Nesta situação algumas empresas podem –em hipótese- ter assumido a posição *Ponzi.*

Este trabalho tem como objetivo analisar empiricamente, através de setores chave da economia, a mudança de posição financeira das empresas não-financeiras brasileiras durante o período de 2003 a 2012. E os resultados dessa análise serão importantes, principalmente, para compreendermos a situação atual do Brasil, além de poderem ser utilizados para auxiliar na retomada do crescimento brasileiro, visto que poderão nortear as políticas públicas.

No primeiro capítulo discutiremos sobre o processo de financeirização e como isso alterou a governanças das empresas não financeiras brasileiras, além de explicar o fluxo de caixa segundo a visão minskiana.

O segundo capítulo será voltada para entendermos como é formado o portfólio de uma empresa, a alavancagem financeira e as flutuações de uma economia capitalista.

No terceiro capítulo analisaremos a economia brasileira durante o período de 2003 a 2012 e veremos como isso reflete sobre as empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. Será efetuada uma análise do balanço patrimonial de grandes empresas brasileiras, além de uma comparação setorial.

1. FINANCEIRIZAÇÃO E AS MUDANÇAS NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A financeirização teve início no final da década de 1960 com a mudança no sistema monetário internacional, acrescido das alterações institucionais micro e macroeconômicas do início da década de 1970 como aponta Miranda (2013), essas alterações são: o fim do sistema de Bretton Woods[1], a aceleração da inflação e aumento dos juros nos Estados Unidos, o primeiro choque do petróleo, o processo de "estagflação". A mudança de panorama internacional, aliado ao surgimento de novos produtos financeiros, como hedge e derivativos, além de novos investidores institucionais como: fundos de pensões, empresas de seguras e fundos de investimentos, levaram a um aumento da liberalização econômica.

Estas mudanças influenciaram a estrutura patrimonial das empresas, famílias e governos, que passaram a ter ativos financeiros e dívidas em seu patrimônio. É possível usar a teoria keynesiana para interpretar essas mudanças. Segundo Keynes (1986), a moeda pode passar a exercer a função de ativo e não apenas de meio de troca, como os neoclássicos propunham. Assim a moeda não depende apenas da esfera produtiva para se valorizar, ela passa a poder se valorizar na esfera financeira, ou seja, dinheiro gera mais dinheiro (D – D'). Isto é, A possibilidade de rendimento na esfera financeira leva aos agentes a pensarem se eles devem ou não investir na esfera produtiva, assim para que isso ocorra os rendimentos da esfera produtiva devem ser no mínimo iguais aos rendimentos da esfera financeira (KEYNES, 1986).

A nova forma de acumulação capitalista, apoiada em novos mecanismos financeiros. pode ser entendida como financeirização. Segundo Stockhammer (2004), existem divergências sobre o significado desse termo, mas mesmo assim aponta que existem características comuns provenientes desse novo processo, são elas: a globalização do mercado, a maximização da riqueza dos acionistas que leva a uma mudança na governança das empresas, ou seja, as empresas passam a buscar os resultados de curto prazo em detrimento dos de longo prazo, assim não

[1] Foi importante como procedimento de institucionalização da hegemonia dos EUA no campo monetário internacional, e o aspecto-chave neste sentido foi a definição do ouro como ativo de reserva (BAER, et al, 1995, p. 80).

retendo tanto dinheiro para reinvestir e sim focando na distribuição de dividendos. Dando continuidade ao estudo, o tópico a seguir aborda de forma mais concisa os principais aspectos da financeirização.

1.1 Financeirização

Miranda (2013, mostra que a financeirização é estudada em nível microeconômico por Lazonick e O´Sullivan (2000), Stockhammer (2004) e Evans e Habbard (2008), e em nível macroeconômico por Braga (1996), Aglietta (2000), Boyer (2000) e Crotty (2003).

O primeiro grupo acredita que o processo de financeirização alterou a forma de governança das empresas, que agora passam a tomar decisões de investimentos lideradas pelo financeiro (*finance-lead*). O segundo mostra como os agentes econômicos (famílias, empresas e governo) passam a ter o capital rentista como dominante, mas além disso, como o sistema produtivo subordina-se ao financeiro.

A análise da financeirização microeconômica expõe que as empresas deixaram de buscar o seu lucro, fundamentalmente, na esfera produtiva e a antiga ótica de reter e investir é abandonada dando lugar para a ideia de *downsizing*[2] e distribuir o lucro obtido, como aponta Lazonick e O´Sullivan (2000), ou seja, as empresas passam a buscar a maximização do lucro dos acionistas.

Nesta mesma linha de pensamento tem-se Stockhammer (2004) que demonstra como a financeirização leva as empresas não financeiras a darem maior importância para atividades financeiras, ao maximizarem o lucro dos acionistas e tendo seu principal foco alterado, fazendo com que as empresas passem a reduzir seus investimentos em ativos produtivos.

Macroeconomicamente a financeirização pode ser vista como a mudança do processo de acumulação capitalista, Boyer (2000) acredita que ela é substituta do

[2] técnica conhecida em todo o mundo e que visa a eliminação de processos desnecessários que engessam a empresa e atrapalham a tomada de decisão, com o objetivo de criar uma organização mais eficiente e enxuta possível (PERIARD, 2011).

processo de acumulação Fordista[3]. Esse novo sistema tem a acumulação liderada pelas finanças e essa nova liderança gera impactos sobre a riqueza dos agentes. Estes passam a ter sua noção de riqueza associada aos retornos dos investimentos financeiros e assim a consumir de acordo com os mesmos, o que não ocorria no antigo processo de acumulação.

Aglietta (2000) não difere muito da ideia de Boyer, para ele a financeirização também muda a noção de riqueza dos agentes e com isso a taxa de juros passa a ser um dos principais avaliadores de riqueza, visto que os agentes tomam suas decisões de acordo com as expectativas de retorno sobre seus ativos, neste caso os financeiros.

A mudança do foco das empresas é percebida com o passar do tempo. Em 1960, durante os anos dourados[4] elas buscavam empréstimos bancários com o intuito de investirem na esfera produtiva e assim aumentarem seus lucros, porém segundo Miranda (2013) no final dessa década e durante a seguinte, a concorrência entre essas empresas cresceu significativamente, fazendo com que seus lucros diminuíssem. Além disso, na década de 1970, temos o aumento das taxas de juros americanas que levaram a um aumento das taxas de juros nos outros países, visto que estes países precisam ser mais atrativos para que o capital não os deixe. Esse aumento de juros faz com que as dívidas das empresas passem a ficar maior e assim reduzindo o lucro das mesmas.

A diminuição do lucro obtido produtivamente devido ao aumento das despesas financeiras, leva os agentes a buscarem novas soluções de curto prazo para solucionar esse problema. Dessa forma, as empresas passaram a recorrer a esfera financeira com o intuito de gerarem lucro e não com o intuito de financiar os investimentos na esfera produtiva, como outrora fora.

Essas mudanças, segundo Braga (1996), levam a uma mudança na gestão das empresas e assim na governança dessas.

---

[3] Como regime de acumulação, o fordismo privilegiou fundamentalmente a escala nacional. Toda a sua produção é voltada para o mercado interno, já que a padronização dos produtos e as técnicas repetitivas da linha de montagem, barateia os custos da empreitada (PENA FORTE, 1994).

[4] Período marcado por grandes avanços tecnológicos e mudanças comportamentais e culturais. No campo da política internacional, cresceram os conflitos entre os blocos capitalistas e socialistas.

1.2 Mudança na governança empresarial

As mudanças de cunho internacional levaram as alterações microeconômicas, principalmente na gestão das empresas que começaram a ser estudadas através da teoria da agência de Jensen (1986). Segundo o autor o acionista irá designar um gestor para tomar decisões em seu nome, porém este gestor busca maximizar a sua utilidade e não a do acionista gerando conflitos entre ambos, além dos custos de agência. Esses custos são basicamente os custos do contrato entre eles, as despesas de monitoramento e as perdas relacionadas à concessão de garantias. Para que esse problema diminua, o autor, diz que as empresas devem buscar a reduzir ao máximo o dinheiro livre em seu caixa, uma vez que este excesso leva aos gestores a mal utilizarem este dinheiro.

A maximização da utilidade do gestor reduz os lucros dos acionistas, esses por sua vez passam a investir menos nas empresas. Com essa redução de investimentos em bens de capital, as empresas passam a perder competitividade e a ficarem defasadas tecnologicamente.

A solução encontrada para este problema é a na gestão empresarial. Nesse sentido Williamson (1988) e Hart (1995) propõem que a governança corporativa seja um conjunto de regras que alinhem e coordenem os interesses dos gestores com os dos acionistas. Enquanto Lazonick e O’Sullivan (2000) creem que o controle do mercado sobre a empresa deve se dar através do comportamento do preço das ações. Esse tipo de governança é o mais presente em uma economia financeirizada, pois nele temos o favorecimento do capital financeiro sobre o produtivo, como apontam os autores.

Essa alteração na governança levaria países em desenvolvimento a receberem influxos de capital internacional (OCDE, 2004), além de acarretarem em uma tática mais segura e cautelosa por parte dos gestores, pois estes devem apresentar taxas de retornos aceitáveis pelo mercado.

A nova governança baseada no mercado resolverá os problemas dos conflitos entre os agentes reduzindo a margem que os gestores possuem para maximizar sua utilidade, visto que se estes fizerem isto os acionistas podem vender suas ações e

investirem em outras empresas. Assim, os gestores irão buscar o melhor empreendimento dos recursos disponíveis no caixa da empresa, buscando aumentar o valor da empresa e garantindo a permanência dos acionistas na mesma, ou seja, os gestores irão buscar a maximização dos lucros dos acionistas.

1.3 Financeirização brasileira e efeitos nas empresas

A mudança da governança das empresas com o intuito de favorecer os acionistas ocorreu no mundo inteiro, não deixando de lado a economia brasileira. Durante a década de 1980, a economia brasileira passava por um momento de restrição externa, ou seja, não se tinha tanto acesso ao capital estrangeiro, devido a isso, como aponta Miranda (2013), as empresas passaram a ter um comportamento patrimonialista. Com a mudança no fluxo internacional de capitais na década seguinte, o Brasil e suas empresas, passam por um processo de liberalização da sua economia levando a uma maior fragilidade da mesma.

A financeirização brasileira ocorreu de forma diferente das dos países desenvolvidos, nestes países a financeirização deu-se devido ao aumento de seu endividamento. No caso brasileiro, a financeirização ocorreu devido ao aumento do endividamento e a partir da indexação dos títulos da dívida pública (Miranda, 2013), ou seja, as grandes rentabilidades e a segurança provenientes desses títulos levaram os agentes a compararem as rentabilidades produtivas com as rentabilidades desses títulos. Dessa maneira, conforme as taxas produtivas não acompanhavam as taxas desses títulos, os empresários transferiam o dinheiro da esfera produtiva para a esfera financeira (Beluzzo e Almeida, 2002).

A dívida pública brasileira cresceu significativamente após o II PND[5] (plano nacional de desenvolvimento) que tinha como principal objetivo manter as elevadas taxas de crescimento. e isso se daria através da substituição das importações de produtos industriais básicos e bens de capital e da expansão da infraestrutura básica

[5] Plano econômico brasileiro, lançado no final de 1974, durante o governo do general Ernesto Geisel e tinha como finalidade estimular a produção de insumos básicos, bens de capital, alimentos e energia.

da economia (Baer, 1996). Assim, para financiar esse crescimento, o governo recorreu ao capital externo, visto que considerava o mercado financeiro doméstico insuficiente para tal tarefa e possuía fácil acesso ao fluxo de capital estrangeiro.

O segundo choque do petróleo e a elevação das taxas de juros internacionais restringem o acesso ao fluxo de capital internacional e as empresas que outrora se aproveitaram dele tiveram que pagar suas dívidas. De acordo com Cano (1999), essas empresas passaram a pagar suas dívidas com moeda nacional, sob tutela do Estado, transformando-o em o principal credor das dívidas externas, levando-o a adquirir novos empréstimos a juros maiores para rolagem dessa dívida. Isto é, ocorreu uma estatização da dívida, sendo que ocorreu devido a dois motivos: a necessidade de financiar os déficits nas transações correntes e devido a pressão do setor privado para criação de um mecanismo de socialização do risco cambial. (Miranda, 2013).

Em 1982 com a moratória da dívida mexicana o fluxo de capital estrangeiro restringiu-se ainda mais, levando o Estado a trocar a dívida externa pela interna, através da venda de títulos da dívida pública. Assim ele passou a possuir problemas para seu financiar seu balanço de pagamentos. A solução encontrada para este problema foram a utilização de políticas macroeconômicas para reduzir os investimentos e ritmo de crescimento, além de aumentarem os juros para atrair capital estrangeiro e desvalorizar o câmbio, com o intuito de enfraquecer as importações e fortalecer as exportações (Miranda, 2013). Dessa forma, as políticas econômicas utilizadas para redução da dívida causou o aumento da inflação.

As políticas econômicas não conseguiam controlar a inflação, o que gerava o aumento da incerteza dos empresários, estes, segundo Belluzo e Almeida (2002), com medo de terem redução em seu patrimônio demandaram o aumento das taxas de juros e da indexação dos títulos públicos, criou-se, então, títulos lastreados nas taxas de *overnight.* Esses, por sua vez, possuíam uma rentabilidade e segurança muito maior do que a produtiva, o que levava aos empresários a preferirem cada vez mais a esfera financeira em detrimento da produtiva.

No final da década de 1980 e durante a próxima, o governo focou em resolver o problema da hiperinflação e uma das medidas utilizadas foi a liberalização e desregulamentação financeira. Ela deu-se, principalmente, com a reforma do

sistema bancário (1989) e com a liberalização e desregulamentação da conta capital e financeira, no intuito de adequar a legislação do país à realidade dos mercados financeiros internacionais (CARNEIRO, 2002).

As mudanças provenientes dessa liberalização possibilitaram com que os agentes institucionais estrangeiros pudessem adentrar o mercado brasileiro, facilitando a captação de recursos para as empresas nacionais e além disso possibilitaram com que essas pudessem captar dinheiro de uma nova forma, através dos títulos de renda variável[6] nos mercados internacionais (PRATES, 1997)

Segundo Miranda (2013) estes novos agentes no mercado financeiro alteraram a gestão das empresas não financeiras, pois pressionavam cada vez mais por lucros maiores e rápidos, isto é, uma governança voltada para a criação de riqueza para os acionistas. Sendo que, o aumento da concorrência devido a abertura comercial levou as empresas a aumentarem a posse de ativos financeiros para elevarem a sua rentabilidade.

[6] É o tipo de investimento cuja remuneração ou sua forma de cálculo não é conhecida no momento da aplicação. São exemplos ações, commodities, derivativos.

2. AS FLUTUAÇÕES CAPITALISTAS E SEUS IMPACTOS NA FORMAÇÃO DO PORTFÓLIO EMPRESARIAL

2.1 Formação de portfólio

Uma empresa, segundo Minsky e Keynes (2008), tem duas importantes decisões a tomar, a primeira seria a decisão da aplicação de recursos em um portfólio de ativos e a segunda seria como financiá-lo e quais os impactos causados por tal financiamento no seu fluxo de caixa atual e futuro.

Keynes começa a esboçar sua teoria sobre a formação de portfólio das empresas no livro A treatise on Money. O autor, nesse livro, diferentemente de sua principal obra (A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, Keynes), discute mais a fundo o papel dos bancos. Para ele, os bancos assumem um importante papel ao serem aceitos os depósitos bancários como forma de pagamento, que acabam por superar a impressão do papel moeda e isto se deve a três motivos, são eles: *income deposits, business deposits e savings deposits.*

Os *income deposits e os business deposits*, como mostra Loural (2016), estão relacionados com a necessidade do pagamentos de contas, tanto pessoais como empresariais, enquanto os *savings deposits* estão relacionados com a reserva de valor, trazendo consigo um maior teor especulativo. Segundo Keynes (1930), esses três motivos, servem para explicar, resumidamente, a circulação industrial e a financeira.

A circulação industrial é pautada em questões relacionadas ao produto corrente e ao pagamento dos fatores de produção, englobando uma parte dos *business deposits* e os *income deposits*, enquanto a financeira se refere às decisões referentes aos estoques de riqueza e às transações especulativas e engloba a outra parte dos *business deposits* e dos *savings deposits* (LOURAL, 2016).

Keynes (1930) explica que as decisões de investir irão depender das expectativas dos agentes sobre um futuro incerto, ou seja, se os agentes acreditarem que os ativos financeiros irão subir de preço eles devem retirar o dinheiro dos *savings deposits* e investir, e em caso de raciocinarem que irá declinar

realizam o movimento contrário, uma vez que possuem a preferência pela liquidez. Processo semelhante ao que poderá ocorrer na circulação industrial com relação aos bens de capital.

Possuindo essa base, pode-se avançar para o principal trabalho de Keynes e assim entender a formação de portfólio de uma empresa. Nessa obra, mais precisamente no capítulo XVII, o autor afirma que um ativo possui algumas características que serão fundamentais para o agente decidir como será formado seu portfólio, são elas: ganhos originários da posse de ativo, custo de carregamento e liquidez. Aliado a isso, tem-se ainda as variações nos preços dos ativos.

Keynes trata o dinheiro, também, como um ativo, porém um ativo com características únicas, conforme Loural (2016, p. 21):

> A primeira seria a elasticidade de produção nula, isto é, somente a autoridade monetária possui o poder de produzir ou não mais dinheiro, não sendo possível utilizar-se de mais mão de obra para a produção do mesmo. A segunda característica é elasticidade de substituição nula, ou seja, se houver um aumento de sua demanda, não existe um bem que possa substituí-lo. Devido a isso os agentes irão preferir muitas vezes a moeda em seu portfólio em detrimento do investimento produtivo que pode demorar a trazer retornos, além de todo cenário de incertezas que o empresário tem que lidar para decidir realizar ou não tal investimento.

Em síntese, o autor considera que os agentes irão investir se o retorno de tal investimento (eficiência marginal do capital) for maior do que a taxa de juros.

A escolha do portfólio, por parte das empresas, também é estudada por outros autores, são eles: Hicks (1967), Friedman (1997) e Minsky (2011). Para o primeiro autor, a decisão da formação do portfólio é pautada na ideia de que existem diferenças de liquidez entre os ativos, sendo o dinheiro o ativo mais líquido, isto é, quando uma empresa decide ter dinheiro como parte de seu portfólio ela sabe que terá um rendimento certo e poderá mudar esse ativo facilmente caso queira. Assim, o autor elucida que um portfólio será composto por três tipos de bens ou ativos, o primeiro seriam os ativos que estão sendo usados no momento, o segundo seriam os ativos relativos a capacidade ociosa da empresa e o último seriam os ativos que terão rendimento no futuro.

Friedman (1997), por sua vez, para entender as decisões da formação do portfólio das firmas considera o conceito de renda permanente[7], que é a renda total

[7] Montante que um consumidor pode dedicar ao seu consumo, mantendo constante o seu capital.

esperada de um ativo durante sua existência. Assim os agentes irão comparar esses retornos e preços, além de levar em conta suas preferências para decidir como será formado seu portfólio. Segundo o autor, o mesmo é dividido em cinco componentes: moeda, títulos, ações, bens físicos e capital humano. Estando, no último, o conceito de renda permanente mais visível para realização da comparação entre as possíveis rendas e os preços, enquanto no primeiro o retorno seria a segurança e a comodidade, como nos mostra Loural (2016).

Por fim, Minsky (2011), passa a estudar a decisão da formação do portfólio analisando, não somente o ativo, mas também o lado passivo. O autor considera que os agentes irão tomar suas decisões, em um cenário de pura incerteza, de acordo com as expectativas do fluxo de caixa desse investimento, a liquidez dele e seus custos de financiamentos, visto que o autor considera os investimentos em ativos de capital altos para um empresa se autofinanciar.

Assim, para ele, as decisões de formação do portfólio, as grandes incertezas e as condições financeiras irão refletir, positivamente ou negativamente, sobre a estabilidade e crescimento econômico.

Para entender melhor os motivos das flutuações econômicas, e por conseguinte a obra Minskyana, é preciso compreender o conceito de alavancagem financeira, que será abordado no próximo tópico deste capítulo.

2.2 Alavancagem financeira

A alavancagem financeira pode ser estudada de acordo com duas vertentes, como aponta Bacic (1990), a primeira se baseia na análise dos impactos dos encargos financeiros sobre massa de lucro, linha defendida por Cherry (1970) e Gitman (1974). Já a segunda, se baseia na relação entre a taxa de capital próprio e a taxa de capital de terceiros, sendo defendida por autores como Martins (1980), Van Horne (1971) e Rodrigues (1997).

Existem alguns autores, como Braga (1989) e Minsky (2008), que utilizam de ambas as linhas de pensamento para fazerem sua análises. O segundo autor, como cita Bacic (1990), utiliza-se destas duas vertentes para estudar a instabilidade do

capitalismo. Para ele, a taxonomia das estruturas de financiamento é compatível com a noção de alavancagem financeira que está preocupada com a instabilidade do lucro por ação (BACIC, 1990). Assim para que se possa entender a obra de Minsky é preciso analisar estas duas vertentes sobre alavancagem financeira.

O conceito de alavancagem financeira estudada por Martins (1980) e Rodrigues (1997) pode ser dividido em duas partes. A primeira seria a alavancagem em estruturas existentes, enquanto a segunda, consiste no estudo dos impactos da inserção do alavancamento em projetos futuros (BACIC, 1990).

A alavancagem em estruturas já existentes pode ser observada quando se tem uma taxa de lucro de capital próprio diferente da taxa de lucro do capital total, e isto ocorre devido a uma taxa de rendimento total (I_k). proveniente do capital total que é financiado, parcialmente ou totalmente, por capital de terceiros, com uma taxa I diferente de I_k ($I \neq I_k$) (BACIC, 1990).

Segundo Martins e Assaf (1985) a alavancagem financeira é a relação entre os montantes de capital próprio (K) e de terceiros (KP) que geram um diferencial entre (I_k) e (I_{kp}). E a comparação entre as duas taxas geram a taxa de alavancagem financeira (TAF):

$$TAF = \frac{I_{kp}}{I_k}$$

A TAF pode assumir três posições. A primeira é quando ela é maior que 1, ou seja, temos uma posição favorável, e isto se deve ao fato de (I_{kp}) ser maior que (I_k) e a taxa de juros ser maior que (I_k). Quando o contrário ocorre ($I_{kp} < I_k$ e $i < I_k$) temos a segunda desfavorável. A terceira e última posição é a chamada posição neutra e ela ocorre quando $i = I_k$ e $I_{kp} = I_k$. Assim, segundo Bacic (1990), quando temos uma taxa de alavancagem favorável não podemos tirar conclusões acerca do fluxo de caixa da empresa, porém quando esta é negativo podemos chegar a conclusão de que a empresa não consegue honrar com suas obrigações e provavelmente deve assumir uma posição *ponzi.*

A alavancagem em projetos futuros funciona de forma semelhante aos métodos de avaliação de investimentos, que possuem o tempo como variável, como

por exemplo a taxa interna de retorno (TIR) e o valor presente líquido (VPL) (BACIC, 1990).

Assaf (1985) diz que a taxa interna de retorno (TIR), é a taxa de desconto, que em algum determinado momento, iguala as entradas com as saídas do caixa, sendo, portanto, equivalente à eficiência marginal[8] do capital proposta por Keynes.

O valor presente líquido consiste na diferença entre o valor presente líquido do fluxo de caixa esperado e o valor atual dos investimentos, sendo que para calcular estes valores utiliza-se de uma taxa de desconto d - menor valor aceito pela empresa.

Segundo Martins e Assaf (1985), essa taxa aproxima-se do custo de oportunidade da empresa. Dessa maneira, ambos os métodos sinalizam na mesma direção, de aceitar ou rejeitar um investimento, porém devido a essa taxa de desconto - representa de melhor forma as possibilidades de reinvestimentos futuros - o segundo método é o mais utilizado pelas empresas.

A segunda vertente que estuda a alavancagem financeira, defendida por Cherry (1970) e Gitman (1974) consiste no estudo dos impactos dos encargos financeiros sobre o lucro. Bacic (1990) analisa essa vertente de duas formas:a primeira visa entender os efeitos dos juros no lucro quando ocorre uma variação no nível de atividade da empresa; já a segunda nos mostra os efeitos dos serviços financeiros quando possuímos uma variação no nível inicial de geração de caixa.

Para entender o primeiro caso é preciso verificar três temas importante: o grau de alavancagem operacional; o grau de alavancagem financeiro; e o grau de alavancagem combinado. Bacic (1990) esclarece que o primeiro consiste na variabilidade do lucro antes do imposto, quando temos uma variação no nível de atividade da empresa. O grau de alavancagem financeira - segundo tema - são os impactos provocados pelos juros fixos no lucro próprio quando temos alteração no nível de atividade da unidade. Enquanto o último consiste na junção de ambos, ou seja, o grau de alavancagem combinado. Assim dessa forma o autor conclui que o grau de alavancagem operacional irá medir o risco empresarial, o grau de

[8] Taxa de desconto que torna o valor presente dos rendimentos líquidos esperados de um ativo de capital igual ao seu preço de oferta, supondo não haver elevação no preço de oferta dos elementos que constituem o ativo considerado.

alavancagem financeiro medirá o risco financeiro e o grau de alavancagem combinado medirá o risco de operar o negócio.

A segunda forma analisada por Bacic (1990) demonstra o grau de alavancagem de caixa, que consiste em medir o risco de uma empresa em pagar as amortizações e os juros, independentemente do fluxo de caixa das quase rendas.

Através da análise feita anteriormente, pode-se, finalmente, entender alguns aspectos da obra minskyana e, consequentemente, ter-se a base teórica para compreender a situação das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto.

2.3 As flutuações capitalistas

A economia capitalista, conforme Minsky (2008) será diferente em cada momento do tempo devido às práticas e as estruturas dos compromissos financeiros se alterarem. Assim, para o autor, uma economia estável passaria para uma instável mediante as inovações financeiras, tendo como intuito o lucro de uma oportunidade não utilizada anteriormente. Isto é, estas inovações muitas vezes seriam realizadas de forma negligenciada devido a grande obsessão pelo lucro dos agentes.

A grande necessidade de utilização de capital para o financiamento das empresas é outro fator que irá elevar a instabilidade da economia como um todo, neste caso, os agente irão precisar de recursos externos, geralmente de curto prazo, para financiar seu investimento de longo prazo, e devido a essa assimetria entre os tempos, a empresa passará a ser muito suscetível a variações em seu fluxo de caixa.

Minsky (2008), explica que o fluxo de caixa de uma empresa pode ser dividido em três formas. A primeira seria o fluxo de caixa oriundo de rendas como os salários, os custos durante a produção e o lucro bruto decorrente da venda deste produto. O segundo fluxo de caixa é o do balanço patrimonial. ele consiste nos pagamentos dos juros da dívida e de suas amortizações. Por último, temos o fluxo das carteiras de títulos, que são caracterizados pela compra ou venda de ativos, além de possíveis novas dívidas. Com isso, o autor aponta que o primeiro fluxo será a base para os demais fluxos:

> Se os fluxos de caixa de rendas esperadas e realizadas são suficientes para honrar todos os compromissos de pagamento das obrigações de uma unidade, então esta unidade estará com as finanças sólidas (hedge financing). Entretanto, o fluxo de caixa do balanço de uma unidade pode ser maior do que a renda esperada, de modo que a única forma de os compromissos serem honrados é por meio do rolamento da dívida ou pela emissão de novas dívidas. Unidades que rolam dívidas estão envolvidas em finanças especulativas, e aquelas que aumentam suas dívidas para pagar dívidas preexistentes se envolvem em finanças Ponzi (MINSKY, 2008, cap 9, p 9).

O fluxo esperado pode ser denominado como quase renda, isto é, a renda futura esperada de um ativo trazida ao presente, tendo a taxa de juros como a taxa de desconto. Assim, Minsky (2008) aproxima-se do conceito de VPL, visto anteriormente, para explicá-lo. Deste modo o autor considera que uma empresa decidirá se investirá dependendo da comparação entre as expectativas destas quase rendas e o preço do ativo. Sendo assim, se as rendas futuras trazidas a valor presente forem maiores que os custos deste ativo, o agente decidirá por realizar tal investimento.

O processo pelo qual os empresários tomam suas decisões irá influenciar nas flutuações da economia capitalista, uma vez que se essas quase rendas não se concretizarem, as empresas não conseguirão honrar com suas dívidas, feitas, também, devido ao alto custo dos investimento no capitalismo moderno. Quando isto ocorre a empresa que antes possuía uma posição especulativa em suas finanças passará a ter uma finança *Ponzi* involuntariamente, visto que o fluxo de rendas não será capaz de honrar as obrigações das empresas sendo necessário o aumento das dívidas da mesma (MINSKY, 2008).

As variações nas taxas de juros, também, irão mudar a posição financeira de uma firma. Neste caso, se houver um incremento nas taxas de juros, as empresas especulativas podem passar a não conseguir quitar suas dívidas, o que, como mostrado anteriormente, levará essas empresas a possuírem finanças *Ponzi.* Dessa forma, as empresas especulativas e *ponzi* dependerão tanto do mercado produtivo quanto do mercado financeiro para conseguirem prosperarem. Enquanto as empresas de finanças tipo *Hedge* dependerão somente do mercado produtivo para alcançarem seus objetivos.

Os bancos, analisados por Minsky (2008), são entidades geradoras de lucros e contribuem de forma pró-cíclica, ou seja, em momentos de euforias e previsões

favoráveis irão facilitar o fornecimento de crédito, enquanto em momentos de recessão serão mais cautelosos ao emprestarem seu dinheiro. Assim, essa entidade, será importante para realçar os momentos do ciclo econômico.

No momento pré "*boom*", de um ciclo econômico, a maioria das empresas apresentam uma taxa de rendimento sobre o ativo maior que o custo de capital de terceiros e com isso percebem, como aponta Bacic (1990), que existem possibilidades de investimentos com retornos maiores que o juros do capital de terceiro. Assim essas empresas passam a ter grandes expectativas - estimula o endividamento.

O aumento das expectativas, como dito anteriormente, atinge, também, os bancos, que passam a oferecer mais facilmente o crédito, principalmente o de curto prazo. Sendo este mais barato do que o de longo prazo, possibilitando, assim, projetos antigos possuintes de uma taxa de retorno menor, além da substituição do capital de longo prazo pelo de curto prazo para aumentar sua taxa de alavancagem financeira (BACIC, 1990).

Minsky (2008), diz que o grande aumento da demanda por crédito irá elevar as taxas de juros, assim este aumento levará a um processo de inversão do *boom,* visto que o encarecimento do crédito inviabilizará, novamente, certos investimentos. Ou seja, o grau de alavancagem de caixa - explicado, segundo Bacic (1990), pela segunda vertente que estuda a alavancagem financeira - cresce muito durante o período do *boom*, tornando as empresas sensíveis a variações em variáveis como a taxa de juros, a amortização e a taxa interna de retorno. Estas variações irão ocorrer e prejudicar as empresas, o que, para Minsky (2008), irá gerar a desvalorização dos ativos, corridas bancárias e quebras imprevistas

Os bancos, percebendo tal mudança, voltarão a ter maior cautela ao fornecer empréstimos, levando as empresas que utilizaram o capital de curto prazo para financiar novos projetos, antes inviáveis, não consigam renovar seus empréstimos de curto prazo, e assim passem a adotar uma posição *ponzi* em seu fluxo de caixa. Estas empresas irão ter maior dificuldade em superar tal crise, enquanto as que só utilizaram o capital de curto prazo para aumentar sua taxa de alavancagem financeira conseguirão superar tal crise mais facilmente. Sendo assim, a fragilidade do sistema irá depender da relação entre o conjunto de suas entidades do sistema

financeiro e suas relações em diferentes momentos do tempo, ou seja, se existir uma predominância de unidades *Ponzi* e ou *Especulatives* na economia, ela tenderá a possuir maior fragilidade.

A análise feita anteriormente, será importante para entendermos a situação brasileira durante o período estudado por este trabalho.

3.DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA E DE SUAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS

A economia brasileira passou por períodos de grande entrada de capital estrangeiro, assim como por épocas marcadas pela fuga desse capital.

Segundo Miranda (2013), em 1991, houve uma grande entrada de capitais estrangeiros no Brasil ocasionada por fatores como a queda das taxas de juros nos países desenvolvidos, aumento dessa taxa no Brasil, diminuição da inflação devido ao plano real e aumento da liquidez internacional. Esse investimento, conforme Carneiro (2002), tinha como objetivo o investimento em portfólios.

O fluxo de capital externo com intuito de ser investido em portfólios é muito volátil, principalmente, em países emergentes. Com isso, em períodos de incertezas e de crises esse capital tende a fugir da economia doméstica e buscar países mais seguros. Isso pode ser observado durante 1995 com a crise mexicana, em 2001 e 2002 com o efeito lula, atentado às torres gêmeas e a crise energética e em 2008 com a crise internacional.

Neste exposto, este capítulo tem como objetivo mostrar em primeiro lugar a mudança que a economia brasileira sofreu nesse período. Depois, será feita uma análise das empresas brasileiras de capital aberto não financeiras acerca das mudanças em seus portfólios. Por último, será feita uma comparação entre os principais setores da economia brasileira, buscando entender como que a economia se comportou em cada situação.

3.1 Economia brasileira entre 2003 e 2012

A partir de 2004, o Brasil retorna a ter acesso ao fluxo internacional de capital voluntário. O retorno a esse fluxo ocorre devido ao aumento da liquidez externa, a ampliação das reformas liberalizantes, a redução do risco país pela ótica dos investidores internacionais, o foco na estabilização da taxa de câmbio e o *boom* das

commodities que levam a grandes expectativas de retornos nesse mercado (PRATES, 2006).

Durante esse período, além do novo influxo de capitais, a economia brasileira passou por mudanças sociais que geraram um aumento da demanda e assim aquecimento do mercado interno. Loural (2016) demonstra que o governo Lula foi responsável pela melhora na distribuição de renda brasileira através de programas sociais como o Bolsa Família e o aumento do salário mínimo. Além disso as melhorias do mercado de trabalho devido, principalmente, à maior fiscalização do Ministério Público (BALTAR; KREIN; MORETTO, 2007), levaram ao aumento de empregos formais e logo a uma redução de 7% na taxa de desemprego durante esse período.

A maior facilidade da população em conseguir crédito, também, teve papel principal no aumento da demanda interna. Esse crédito é o chamado crédito consignado[9] como nos mostra Barbosa e Souza, (2010). Aliadas a essas mudanças específicas, o governo Lula também buscou manter a estabilidade do tripé macroeconômico que havia sido implementada no governo de Fernando Henrique Cardozo, por recomendação do Fundo Monetário Internacional (SICÇU, 2007).

Segundo Loural (2016),o governo Lula buscou manter o tripé através da continuidade de políticas fiscais rigorosas, do governo passado, com intuito de gerar um superávit primário capaz de arcar com o pagamento dos juros da dívida para com o Fundo Monetário Internacional e após o pagamento desta, tais politicas foram mantidas.

O segundo ponto do tripé, regime de metas de inflação, foi alcançado através de políticas de cunho monetário. Estas eram estabelecidas pelo banco central e tinham como objetivo garantir um cenário com menos incertezas para assim atrair maiores investimentos (CARVALHO et al, 2001).

É importante ressaltar que para manter a inflação controlada, o Banco Central aumentou as taxas de juros, tendo como resultado altos rendimentos na esfera

[9] Empréstimo com pagamento indireto, cujas parcelas são deduzidas diretamente da folha de pagamento da pessoa física. Ele pode ser obtido em bancos ou financeiras, cuja duração não deve ser superior a 72 meses.

financeira, levando os acionistas a preferirem ainda mais o lucro financeiro em detrimento ao produtivo.

O último componente é a taxa de câmbio flutuante, uma herança do governo passado que fora mantida por Lula. Essa taxa flutuante, como nos mostra Loural (2016), foi de suma importância para o crescimento nacional, visto que estas beneficiavam as exportações devido a desvalorização do real. O *boom* das *commodities* também foi importante para o aumento das exportações e este ocorreu devido a fatores como o aumento da demanda internacional, principalmente, da China, mudanças climáticas que afetaram negativamente os estoques mundiais e o uso desses produtos para a produção de biocombustível (MARTINS *et al*, 2012).

Assim, as políticas específicas daquele governo aliadas ao mantenimento do tripé econômico possibilitaram uma época de crescimento durante o período de 2004 a 2008. Esse crescimento foi importante para o aumento dos investimentos privados e estes também foram favorecidos com a grande participação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social como nos mostram Barbosa e Souza (2010)

A crise mundial de 2008 foi combatida através de três grupos de medidas como Barbosa e Souza (2010) nos mostram. O primeiro é marcado pela continuidade das políticas sociais com o intuito de diminuir a desigualdade social e assim manter o consumo interno aquecido. O segundo grupo é caracterizado por políticas temporárias, cujo objetivo era manter a demanda, cambiais, fiscais e monetárias. A primeira tinha como objetivo manter o mercado interno competitivo, a segunda buscava garantir o consumo através da diminuição dos impostos e a última tinha como intuito diminuir as taxas de juros para que os agentes continuassem a investir produtivamente. O último grupo é marcado pelo aumento nas políticas de cunho social, como o programa Minha Casa, Minha Vida, que manteve o setor da construção civil aquecido (BARBOSA E SOUZA, 2010).

Conforme Loural (2016), estas medidas foram importantes para a recuperação da economia brasileira até 2010, porém a crise americana só fora sentida nos anos seguintes nos outros países, e devido a isso a partir de 2011, a economia brasileira passa por um novo ciclo de baixo crescimento.

O alastramento tardio da crise internacional fez com que um cenário de incerteza internacional predominasse, causando uma queda nos investimentos produtivos, no fluxo internacional de capital voluntário, nas exportações e logo nos empregos.

O governo, no final de 2010, vê a necessidade de novas medidas para a recuperação da economia. Essas medidas visavam buscar formas alternativas de financiar investimentos de longo prazo, uma vez que os recursos do BNDES não eram suficientes. Freitas (2013) pondera que a solução encontrada pelo governo é a criação de um fundo privado de financiamento de obras. Para isso, foi lançado uma série de medidas que incentivavam a ampliação da atratividade do mercado primário de títulos privados de longo prazo, garantindo uma maior rentabilidade e seguridade.

Essas novas medidas foram bem recebidas pelo mercado, podendo garantir um ambiente propício para os investimento de longo prazo, principalmente em infraestrutura, porém o governo possui a árdua missão de mudar a visão rentistas das classes mais altas da sociedade, uma vez que ela está acostumada com altas taxas de juros que foram implementadas para o controle da inflação no passado.

Barbosa (2013) elucida que o governo Dilma continuou a utilizar de ações restritivas e essas aliadas ao cenário de desaceleração mundial e ao início do movimento de queda dos preços das commodities, intensifica o impacto negativo das medidas restritivas do início do governo Dilma. Esse período, também, foi marcado pelo aumento progressivo da taxa de câmbio o que afeta as exportações e pela queda gradativa das taxas de juros, atingindo o menor patamar histórico em 2013 (7,2%).

3.2 Padrão brasileiro de financiamento

O modo com que as empresas se financiam vem se alterando desde a década de 1980, e um dos principais motivos disso foi o processo de financeirização, como já apontamos no capítulo anterior.

Na década de 1980, as empresas buscavam a grande maioria de seus recursos através do financiamento próprio em detrimento de recursos provenientes

de bancos. Segundo Bacic (1990), Isto ocorreu devido a um cenário macroeconômico de grandes incertezas causadas pela crise cambial, pelo desequilíbrio financeiro público que gera redução no investimento estatal e aumento das taxas de juros. Esse ambiente nacional fez com que as decisões das empresas fossem defensivas - diminuíram suas dívidas, principalmente as provindas do setor bancário - e norteadas pela maior liquidez dos ativos e menor prazo de maturação desse investimento, ou seja, as empresas passaram a investir fora da esfera produtiva.

O estudo de Singh (1995), mostra que entre 1985 e 1991, quase 57% dos investimentos foram financiados pelo lucro retido, 36% por meio de emissão de novas ações e 7,7% através de dívidas de longo prazo. Pereira (2000), na mesma linha de Singh, explica que em 20 anos (1970 - 1989) o endividamento médios das 500 maiores empresas brasileiras diminuiu 20%, ou seja, passou de 57% nos anos de 1970 para cerca de 37% em 1989.

A década seguinte (1990), é marcada pela volta do país ao fluxo de capital externo voluntário e isso ocorre por uma série de mudanças micro e macroeconômicas. Porém estas reformas levaram a economia nacional a um grau de fragilidade e vulnerabilidade muito maior do que o da década passada, além de aumentarem a dependência do capital estrangeiro (MIRANDA, 2013).

O aumento do acesso ao capital estrangeiro pode ser observado na pesquisa de Moreira e Puga (2000), no qual se verifica que as grandes empresas, cerca de 670, passaram a ser menos dependente de autofinanciamento (44%) e mais vinculado a financiamento por dívidas (30%) e ações (26%).

O capital externo adentrava o país, principalmente, na forma de investimentos em portfólios, cujo foco é o lucro rápido, mais precisamente, em ativos financeiros e não operacionais e, segundo Carneiro (2002), uma das melhores formas disso ocorrer é através de fusões e aquisições, sendo que estas só foram possíveis devido ao processo de financeirização da economia.

As privatizações do governo Fernando Henrique foram as principais responsáveis por esse processo, sendo que elas ocorreram devido a necessidade do governo em angariar recursos, uma vez que devido a um período de incertezas o

capital havia fugido do país. Devido a isso, a pesquisa de Moreira e Puga nos mostra um grande aumento no financiamento através de emissão de ações.

A maior dependência do capital externo foi sentido em momentos de crises e incertezas como em 1995, 1997, 1998 e 2001. Essas incertezas fazem com que os investidores externos passem a buscar investimentos mais seguros em países desenvolvidos, deixando o Brasil sem esse fluxo - para evitar essa saída de recursos o governo brasileiro aumentou significativamente suas taxas de juros o que eleva os interesses dos agentes financeiros em ativos financeiros.

Assim, segundo Oreiro (2007), os agentes passam a investir o dinheiro em títulos públicos e não mais privados, levando a uma redução do preço das ações e logo do valor das empresas.

Na década seguinte, mais especificamente entre 2003 e 2004, tem-se um novo influxo de capital privado estrangeiro, que adentra a economia doméstica, objetivando valorizar-se rapidamente e esse processo de busca de lucros rápidos gera uma mudança na governança dessas empresas que passam a deixar em segundo plano o seu crescimento produtivo e lucro.

O estudo de Filleti *et al* (2013) aborda que no período de 2004 à 2007 o financiamento das empresas era dividido da seguinte forma: 51% através da contribuição de lucros retidos (autofinanciamento); 41% de contribuição das fontes de dívidas; e a fonte ações totalizou 8% das contribuições.

Comparando estes dados com os dos outros período percebemos uma drástica diminuição do financiamento através de ações e isso se deve ao fato de que a metodologia utilizada pelos autores difere das anteriores, uma vez que esta evitou a estimativa de recursos provenientes de emissões de ações por diferença das demais fontes de financiamento (FILLET *el al,* 2013).

A diminuição do financiamento através de emissão de ações é fruto da grande fuga de capitais entre os anos 2001 e 2003. Essa fuga gerou uma desvalorização das empresas nacionais, que agora passam a procurar recursos através de empréstimos de terceiros como forma de financiamento, como aponta Miranda (2013). O grande aumento do financiamento através de fontes de dívidas é explicado, também, pelo novo ciclo financeiro. Este ciclo gera uma euforia que diminui a percepção de risco e a preferência pela liquidez dos agentes, tornando-os

mais suscetíveis a riscos. Almeida e Novais (2012) apontam a desvalorização cambial e seus impactos sobre as dívidas contraídas em moeda estrangeira como outra causa para o crescimento das despesas financeiras.

O importante a se realçar nesse período é a busca da modernização da tecnologia pelos investimentos, ou seja, buscavam uma máquina mais eficiente e produtiva, em vez de focar em investimentos que ampliassem a capacidade produtiva da empresa (ROCHA, 2014).

Percebe-se, assim, uma das causas do gargalo da indústria brasileira. Outro fator importante dessa época é a mudança no perfil das dívidas dessas fábricas, elas passam a substituir os empréstimos de curto prazo pelos empréstimos de longo prazo e isso deve, fundamentalmente, aos grandes investimentos realizados pelo BNDES (MIRANDA, 2013).

O ano de 2008 é um ano atípico dos outros, este ano é marcado pela crise internacional e pelo *boom* de investimentos no Brasil. Segundo Fillet *et al (*2013) este é um reflexo da euforia do período pré-crise, ou seja, as decisões tomadas no passado influenciaram positivamente os investimentos dessa época. Nesse ano temos uma redução no financiamento através de recursos próprios, isso ocorre pela deficiência no balanço de pagamentos causada pelo grande envio de lucros e dividendos às matrizes no exterior, este, segundo o Bacen, atingiu o valor histórico de US$26,8 bilhões.

O período pós crise é marcado por um cenário internacional de incertezas e isso reflete no padrão de financiamento das empresas nacionais. A pesquisa de Fillete *el at* (2013) mostra isso. Nela é possível observar que as empresas passam a utilizar as ações em somente 1,2% do total investido, enquanto o autofinanciamento é responsável por 37,7% e as fontes de dívidas por 61,1%. O interessante desse período é a diminuição da parcela do BNDES (30,5%) em detrimento do crescimento da parcela de outros bancos públicos (8,6%).

Isto pode ser indicativo de que as companhias brasileiras veem o mercado acionário dentro de uma estratégia de *market timing* ou janela de oportunidades, utilizando os recursos daí provenientes se as condições forem propícias, sem necessariamente prever como fonte esta forma de financiamento no seu programa de inversão (FILLETE *el at*, 2013).

3.3 Apresentação dos resultados

3.3.1 Metodologia utilizada

Este trabalho utilizará, como base, a metodologia usada por Bacic (1990) para analisar e tirar conclusões acerca do período proposto. Ou seja, será utilizada a taxonomia dos fluxos de caixas de Minsky para analisar os portfólios e as finanças das empresas. Sendo o principal índice o teste da situação de caixa:

TESTE PONZI : U-J < 0
TESTE SPECULATIVE: U-S < 0 e U-J >0
TESTE HEDGE: U – S >0

Sendo:

j = juros

A = amortizações

S = serviços financeiros ($A + S$)

U = fundos gerados pelas operações

Assim, este teste nos mostra que uma empresa com fundos gerados maiores que os seus serviços financeiros será uma unidade *Hedge*. Enquanto, um resultado menor que 0 nos indica que a empresa será *Speculative* ou *Ponzi.* Para conseguirmos distinguir uma unidade especulativa de uma *Ponzi* é realizada uma comparação entre os fundos gerados e os juros, sendo assim, teremos uma unidade *ponzi* quando os juros forem maiores que os fundos gerados e uma *speculative* se os juros forem menores.

A partir disso, considerando o conceito de margem de segurança, podemos analisar o fluxo de caixa considerando sua sensibilidade a diminuição das receitas. A margem de segurança para pagamento de juros (MSXJ)= (R-PNXJ)/R, onde PNXJ (ponto de nivelamento de caixa para pagamento dos juros): (F-D+J+IR)/(M/R). Ela

nos indica a capacidade da empresa reduzir sua receita sem comprometer o pagamento dos juros, sendo assim uma empresa com essa margem negativa seria *Ponzi*. E a margem de segurança de caixa (MSX): (R-PNX)/R onde PNX (ponto de nivelamento de caixa): (F-D+S+IR)/(M/R). Através dela sabemos quanto uma empresa é capaz de reduzir sua receita e ainda assim honrar com o pagamento da totalidade dos serviços financeiros, assim uma firma com essa margem positiva é Hedge, enquanto uma com MSX negativa e MSXJ positiva é *Speculative*. Onde:

- Receitas totais (R): consiste na soma da receita operacional líquida com as receitas operacionais;
- Custos variáveis (V): custo de produtos e serviços descontado a depreciação;
- Depreciação (D): ativo imobilizado vezes 0,10 (proxy);
- Custos fixos (F); despesas operacionais mais depreciação;
- Margem de contribuição (M): receitas totais menos custos variáveis;
- Lucro antes de juros e impostos (LAJI): margem de contribuição menos custos fixos;

Os dados utilizados para estas variáveis são encontrados no balanço patrimonial das empresas. Para juros, utilizamos a Despesa Financeira, enquanto para a amortização, utilizamos os Financiamentos de curto prazo, e por fim, os fundos gerados foram obtidos através da soma do LAJI e da depreciação descontando o Imposto de Renda e Contribuição Social a Pagar.

Os dados foram obtidos através do software Economatica, compreendendo o período de 2003 à 2012 e 4 setores da economia brasileira (de acordo com a divisão da BM&FBOVESPA), sendo eles: consumo não cíclico; utilidade pública; materiais básicos; bens industriais[10]. O primeiro é dividido em agropecuária, alimentos processados, bebidas, comércio e distribuição, diversos, produtos de uso pessoal e de Limpeza. O segundo se subdivide em gás, energia elétrica e água e saneamento. O terceiro em: embalagens, madeira e papel, materiais diversos, mineração, químicos, siderurgia e metalurgia. O último compreende os subsetores de comércio,

[10] Lembrando que devido a grande maioria dos outros subsetores não possuirem empresas de capital aberto, utilizou-se, em grande maioria o subsetor de construção civil para representar esse setor.

construção e engenharia, máquinas e equipamentos, material de transporte, serviços, transporte.

No primeiro setor analisou-se a AMBEV, o Grupo Pão de Açúcar e a BRF (antiga Brasil Foods).Já no segundo foram estudadas as empresas CPFL, Eletrobras e CEMIG. O terceiro setor será representado pela Vale, Gerdau e Braskem. Enquanto o último contará com a Rossi, a CCR e a Mendes Jr.Sendo que para cada setor escolhemos 3 empresas com a maior disponibilidade de dados e maior relevância econômica. Conforme a tabela abaixo:

Tabela 1 - empresas divididas setorialmente.

Consumo não cíclico	**Utilidade pública**	**Materiais Básicos**	**Bens industriais**
AMBEV	CPFL	Vale	Rossi
Grupo Pão de Açúcar	Eletrobras	Gerdau	CCR
BRF	Cemig	Braskem	Mendes Jr

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 2 – Relevância de cada empresa.

Ano	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Vale	19.71%	22.15%	23.95%	28.43%	32.47%	29.97%	23.58%	29.53%	30.28%	25.96%
Gerdau	13.55%	15.76%	14.97%	14.76%	15.35%	17.81%	12.91%	11.14%	10.39%	10.54%
Braskem	10.28%	9.80%	9.21%	8.16%	8.86%	7.63%	7.42%	9.05%	9.73%	9.86%
Cemig	5.70%	5.74%	5.80%	6.08%	5.14%	4.63%	5.69%	4.56%	4.64%	5.12%
Eletrobras	19.64%	16.01%	14.64%	12.33%	11.26%	12.77%	12.67%	10.58%	9.70%	10.98%
CPFL	6.14%	5.42%	5.45%	5.60%	4.72%	4.12%	5.14%	4.27%	3.75%	4.18%
CCR	1.15%	1.18%	1.38%	1.35%	1.18%	1.16%	1.50%	1.65%	1.51%	1.60%
Rossi	0.18%	0.26%	0.28%	0.26%	0.37%	0.52%	0.76%	0.83%	0.83%	0.75%
Mendes Jr	0.004%	0.002%	0.001%	0.001%	0.001%	0.001%	0.001%	0.001%	0.001%	0.001%
BRF	3.88%	3.93%	3.62%	3.27%	3.33%	4.84%	7.74%	8.05%	7.54%	7.92%
AMBEV	8.80%	9.65%	11.24%	11.06%	9.85%	8.88%	11.28%	8.95%	7.96%	8.95%
Pão de açúcar	10.96%	10.10%	9.45%	8.71%	7.47%	7.66%	11.31%	11.39%	13.67%	14.14%

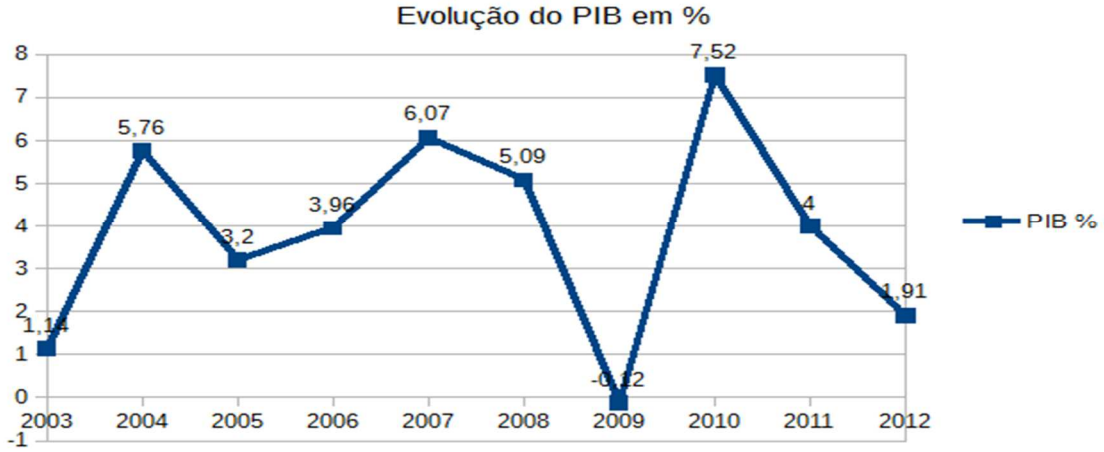
Fonte: economatica, elaboração própria.

Conforme a tabela 2, vemos a importância de cada empresa, ela foio calculada considerando a participação da receita operacional líquida de cada empresa dividida pela soma das receitas de todas empresas estudadas.

3.3.2 Análise e apresentação dos dados

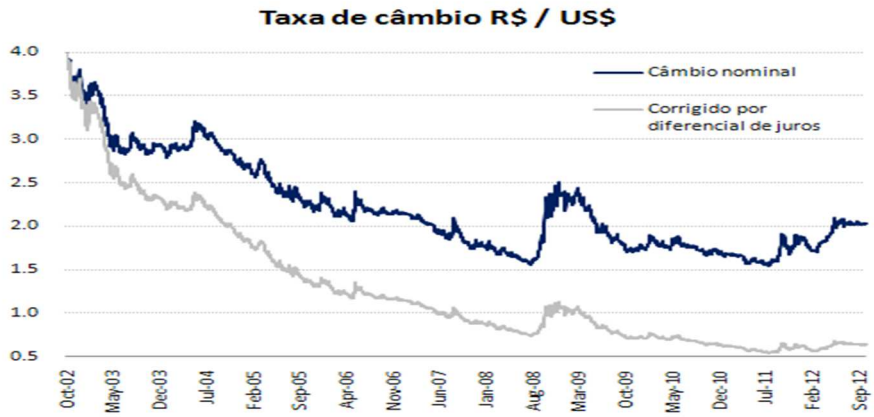
Como dito anteriormente, o período analisada pode ser dividido em duas partes: a primeira consiste num novo influxo de capitais - o que gerou um grande crescimento econômico - e compreende os de 2003 a 2008. Já a segunda abrange os anos de 2009 a 2012, período marcado pela desaceleração do pós crise mundial de 2008.

Gráfico 1 - Evolução do PIB em %



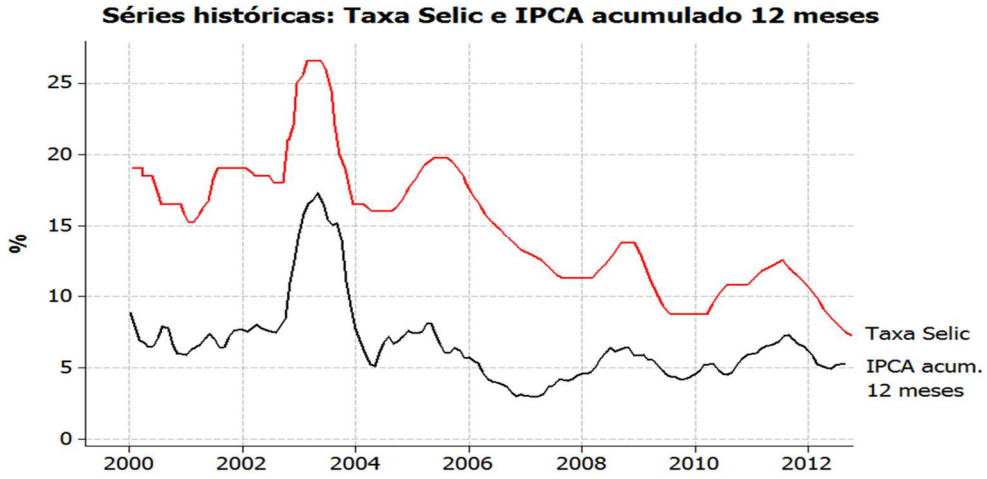
Fonte: Ipeadata, elaboração própria.

Gráfico 2 - Evolução da taxa de câmbio.



Fonte: Banco Central do Brasil

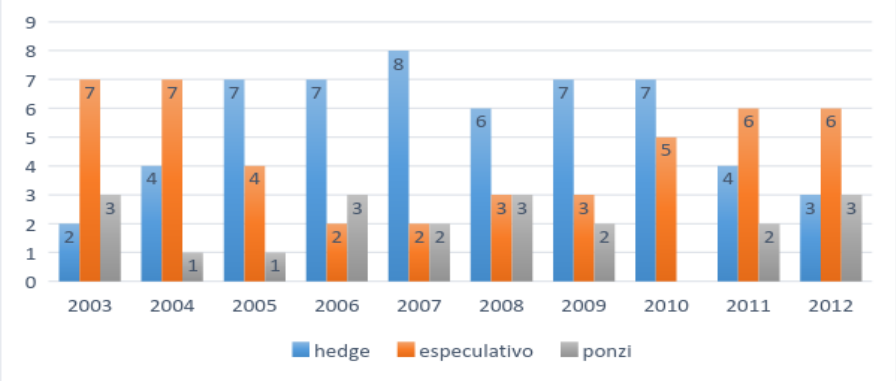
Gráfico 3 - Evolução da taxa Selic e IPCA



Fonte: Banco Central do Brasil.

O período de grande crescimento econômico (2003-2008) brasileiro é marcado por uma valorização do real perante ao Dólar e por uma redução na Selic. Após 2008, devido a crise internacional, tem se o crescimento das taxas de juros, medida do governo para tentar evitar a fuga de capitais estrangeiros, e a desvalorização do Real. Esses fatores serão importantes para que se entenda a formação do portfólio das empresas

Gráfico 4 - Evolução do perfil de fluxo de caixa das empresas.



Fonte: dados economatica, elaboração própria.

Como podemos observar no gráfico 4, em períodos de crescimento e estabilidade econômica as empresas assumem, também, posições semelhantes em suas finanças. Notamos que o número de empresas que apresentam finanças *hedge* aumentou até o ano de 2008. Em contrapartida, o número de firmas especulativas diminuiu. Em 2008, temos a crise mundial que altera a dinâmica mundial, assim as empresas passam a possuir previsões negativas, levando-as a assumir posições mais cautelosas. Porém, devido, principalmente, a desvalorização cambial algumas empresas deixam de se ser *hedge* passando a terem finanças especulativas.

O foco da crise, nos Estados Unidos, deu-se em 2009, porém as outras regiões só sentiram seus efeitos nos anos seguintes. Assim, a mudança no cenário econômico, principalmente, a redução da demanda, a queda das exportações e aumento das importações, devido a forte concorrência externa (China), aumentos dos custos e despesas financeiras, leva as empresas a possuírem menores receitas e maiores despesas e, consequentemente, menores lucros. Assim, a partir de 2010, o número de empresas especulativas cresce em detrimento das empresas com finanças *hedge*. A tabela 3 ilustra essa mudança no rendimento das empresas, no período de crise mundial e pode ser utilizada, como um dos pontos, para se entender o aumento de fragilidade.

Tabela 3 - Indicadores de rentabilidade e o lucro líquido médio das 12 empresas estudadas.

Ano	ROA %	ROE %	LL R$
2003	4.55	13.60	751,807,153
2004	6.43	15.39	1,243,968,167
2005	7.50	17.24	1,701,392,750
2006	6.17	15.00	2,043,218,250
2007	7.33	17.86	2,778,946,250
2008	5.22	10.07	3,052,354,583
2009	5.27	13.29	1,961,503,667
2010	6.86	16.40	4,233,427,750
2011	6.08	14.03	4,938,023,750
2012	3.37	8.85	1,819,641,000

Fonte: dados economatica, elaboração própria.

Percebe-se que as empresas conseguiram transformar a euforia dos anos iniciais da década dos 2000 e esse novo influxo de capitais em lucro, isto é, entre 2003 e 2008, a média do lucro líquido cresceu 306%, porém, em 2009, com a crise mundial e a escassez de recursos, temos uma redução de 35% em seus lucros, principalmente, devido a queda no consumo da população, o aumento dos custos para se produzir e aumento das despesas financeiras. Em 2010, devido às políticas macroeconômicas adotadas pelo governo DIlma, as empresas recuperam seus lucros, mas no final do período analisado, voltamos a ter uma queda no lucro dessas empresas (65%), principalmente, devido aos impactos posteriores causados pela crise.

Nesse mesmo podemos analisar os indicadores de rentabilidade ROA e ROE, estes índices nos mostram os retornos sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido, respectivamente, uma vez que esses refletem os resultados dos lucros obtidos. Dessa forma, temos o crescimento desses índices, atingindo seu ápice em 2007 (ROA 7,33%:, ROE:17,86%), seguido por uma queda no ano de 2008. Após esse ano temos a retomada do crescimento desses índices, até o ano de 2011, onde temos uma tendência de redução dos indicadores.

As variações nos lucros, logo, nas receitas geram diferentes impactos nas empresas. Assim, para entendermos como uma variação nas receitas influenciam as empresas, temos de estudar a margem de segurança de caixa delas, esta é

calculada da seguinte forma: (MSX): (R-PNX)/R onde PNX (ponto de nivelamento de caixa): (F-D+S+IR)/(M/R), sendo que R são as receitas, D depreciações, S os serviços financeiros, IR os impostos e contribuições sociais e M a margem de contribuição. Através dela sabemos quanto uma empresa é capaz de reduzir sua receita e ainda assim honrar com o pagamento da totalidade dos serviços financeiros.

Tabela 4 - Margem de segurança de caixa médio das 12 empresas estudadas.

Ano	MSX
2003	-0,27
2004	-0,03
2005	0,07
2006	0,05
2007	0,13
2008	-0,03
2009	0,03
2010	-0,02
2011	-0,16
2012	-0,38

Fonte: dados economatica, elaboração própria.

A tabela acima nos mostra o quanto as empresas podem reduzir suas receitas e continuarem a arcar com suas obrigações financeiras. Como se percebe, no começo do período analisado, as empresas, como um todo, não podiam reduzir suas receitas, e isso se dava pelo fato de o país estar se recuperando de um período de crise e incertezas. Conforme as empresas começam a receber o novo influxo de capitais percebemos que elas passam a ser capaz de diminuírem suas receitas e ainda honrarem com seus compromissos.

A melhora em sua margem se dá até 2007 (13%), ou seja, nestes ano, as empresas poderiam reduzir em até 13% suas receitas e ainda arcarem com suas obrigações financeiras (juros e amortizações). Com a crise financeira mundial de 2008 e seus efeitos posteriores em outros países, a economia começa a passar por um período de desaceleração (gráfico 1) que pode ser notado nas margens de

seguranças das empresas, que agora passam a ser negativa, atingindo o menor valor do período estudado, -38%.

Tabela 5 - Evolução da proporção entre a média das despesas com produtos vendidos e a média da receita líquida operacional das 12 empresas estudadas.

Ano	Desp/Receita %
2003	0.50
2004	0.52
2005	0.52
2006	0.52
2007	0.52
2008	0.52
2009	0.57
2010	0.55
2011	0.56
2012	0.61

Fonte: dados economatica, elaboração própria.

Nesse sentido, observa-se um crescimento das receitas menor do que as despesas, isto é, no começo do período estuda as despesas representam 50% da receita líquida operacional e no final do período passou a representar 61%. O que interfere nas margens vistas na tabela 4.

O aumento das dívidas das empresas é outro fator importante para a piora das margens das empresas.

Tabela 6 - Indicadores de endividamento médio das 12 empresas estudadas.

Ano	Dívida Bruta / Atv Tt %	Dívida Bruta / Pat Liq %
2003	38.00	128.65
2004	31.61	87.76
2005	31.77	95.73

2006	30.90	78.38
2007	31.19	77.54
2008	35.74	110.83
2009	32.28	87.41
2010	32.04	88.91
2011	33.28	100.92
2012	34.70	113.88

Fonte: dados economatica, elaboração própria.

Tabela 7 – Média do total de dívidas, despesas financeiras e a proporção de curto prazo das 12 empresas estudadas.

Ano	Média div total	Div CP/Div Tot %	Despesas finan
2003	6,911,936,085	43.46	1,167,618,273
2004	6,663,386,083	38.80	1,144,215,000
2005	6,474,073,333	33.19	1,202,587,833
2006	10,110,397,583	27.36	1,304,746,333
2007	9,529,468,167	28.05	1,117,547,333
2008	12,367,339,917	22.88	1,710,633,091
2009	11,585,994,000	26.59	1,234,908,000
2010	13,470,105,083	21.14	1,642,560,083
2011	15,482,260,333	25.62	2,450,892,083
2012	18,114,356,833	22.90	2,472,122,000

Fonte: dados economatica, elaboração própria.

A dívida média total (tabela 7) dessas empresas cresceu 162% durante o período analisado, porém a grande facilidade de obtenção de recursos, a valorização do real perante ao dólar (gráfico 2) - o que diminui a dívida externa das firmas, a queda da taxa de juros (gráfico 3) e a valorização dos ativos e do preços de mercado destas empresas fez com que os indicadores de dívidas fossem mascarados e pouco percebida nas empresas. Como notamos o percentual médio das dívidas sobre o patrimônio líquido e sobre o ativo foi reduzindo até 2007 (35,74% e 110,83, respectivamente).Tendo no ano seguinte, uma inversão dos fatores listados acima.

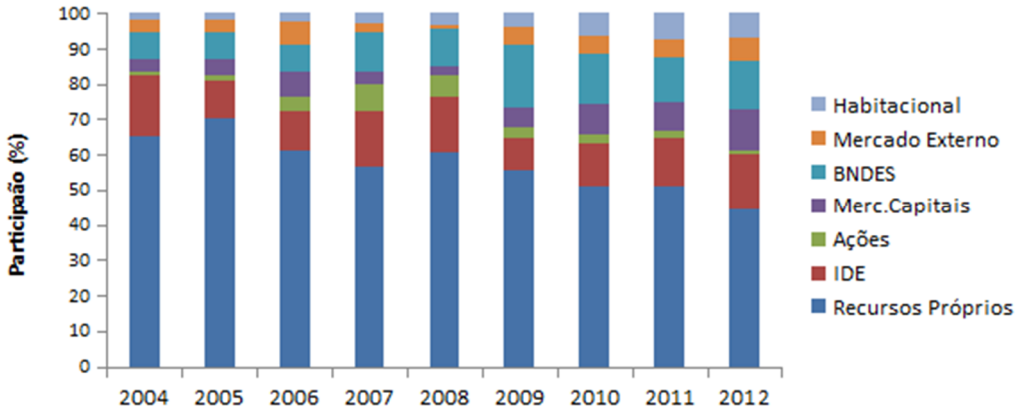
A crise mundial desencadeou uma fuga de capitais do Brasil e isso levou a uma desvalorização do real. Para tentar conter isto, o governo aumentou os juros. Esses aumentos observados nos gráficos 2 e 3, levam a um aumento significante nas dívidas das empresas, visto que devido os contratos de derivativos dessas empresas - apostavam numa valorização do real - temos um grande aumento nas dívidas em moedas estrangeiras. Isto é, as empresas adquiriram dívidas atreladas ao Dólar, o que era vantajoso até 2008 devido a valorização do real, porém com o desvalorização do real, estas dívidas tornaram-se maiores do que antes, levando a piora dos indicadores de endividamento delas. Além disso, as empresas venderam seus ativos para pagar suas dívidas e seu valor de mercado reduziu, o que auxilia na piora dos indicadores de endividamento, conforme já visto.

O aumento das dívidas gera um aumento de 111% nas despesas financeiras, durante o período estudado, e esse aumento consome boa parte dos lucros das mesmas. Essa perda, resultante dos contratos de derivativos, principalmente, é percebido no grande incremento na média das despesas financeiras no ano de 2008. Isto é de 2007 para 2008 as despesas financeiras médias das empresas analisadas cresceu 53%

Em 2009, temos um redução desses índices e da despesa financeira, comparado ao ano anterior, porém em um nível superior ao período de crise. Enquanto nos anos seguintes esses indicadores retomam seu crescimento.

O crescimento desses indicadores, devido a inversão de expectativas gerados pela crise financeira mundial, evidenciou a fragilidade financeira dos anos de euforia. Essa mudança levou as empresas a começarem a não conseguir pagar todos seus compromissos, passando a possuírem finanças especulativas ou *ponzi*. A exceção destes indicadores é a porcentagem de dívida de curto prazo nas empresas, e isso ocorreu, principalmente, pelo excesso de recursos internacionais, em um primeiro momento (até 2008) e devido ao BNDES num segundo momento. Essa mudança pode ser percebida no gráfico abaixo:

Gráfico 5 - Padrão de financiamento



Fonte: CEMEC 2015 apud antonioli *et al (*2015) (dado médio de todas empresas de capital aberto não financeiras brasileiras)

A composição do financiamento das empresas mudou durante o período. No começo as empresas dependiam muito do capital próprio para se financiar (64%), a segunda forma de financiamento era o capital externo (18%), esse quadro se manteve até a crise financeira mundial, quando o capital estrangeiro evita regiões emergentes e dá lugar ao financiamento do BNDES, sendo este de suma importância para o financiamento destas empresas. Outro ponto importante a se notar é o investimento através de ações, como percebe-se como a grande entrada de recursos internacionais as empresas passaram a contar significantemente com a emissão de ações para se financiar, porém com a crise esse tipo de financiamento diminuiu drasticamente, levando a uma queda no valor de mercado das empresas.

Tabela 8 - Indicadores de liquidez médio das 12 empresas estudadas.

Ano	Liq Geral	Liq Corrente
2003	0.79	1.03
2004	0.84	1.09
2005	0.88	1.36
2006	1.09	1.58
2007	0.94	1.45
2008	0.92	1.56

2009	0.96	1.55
2010	0.95	1.39
2011	0.93	1.32
2012	0.89	1.23

Fonte: dados economatica, elaboração própria.

A diminuição da proporção de dívidas de curto prazo, devido a grande facilidade de acesso ao crédito e ao BNDES, visto na tabela 7, influenciam os indicadores de liquidez. Sendo estes responsáveis por analisar a capacidade das empresas satisfazerem suas obrigações com terceiros a partir de todos seus direitos. A liquidez corrente visa estudar o curto prazo, enquanto a geral nos aponta resultados de longo prazo.

Analisando os dados obtidos, percebe-se que a situação de curto prazo, em tese, é boa, ou seja, se as empresas pegarem todas seus direitos de curto prazo irão conseguir quitar as dívidas de curto prazo, e isso deve-se a mudança na estrutura dessa dívida. Esse indicador atingiu seu ápice em 2008 (1,56) e, a partir desse momento, passa a diminuir, atingindo 1,23 em 2012. Esta diminuição ocorre, principalmente, pelo aumento das despesas financeiras, observadas na tabela 6. Já o indicador de liquidez aponta para resultados alarmantes, visto que, em todo momento, menos 2006, apresentou resultados adversos, ou seja, se as empresas somassem todos seus direitos de longo e curto prazo, não conseguiriam pagar todos seus deveres Esse índice segue o mesmo padrão do anterior, atingindo seu pico no período de influxo de capital, no caso em 2006 (1,09) e, após esse ano, passa a possuir piora chegando a 0,89 em 2012.

Por fim, o investimento das empresas, também, caiu durante o período analisado, conforme percebemos na tabela 9:

Tabela 9 – Proporção entre as médias dos investimentos e dos patrimônios líquidos das 12 empresas estudadas.

Ano	**Inv/PL %**
2003	18.83
2004	19.68

2005	15.73
2006	15.75
2007	19.14
2008	6.91
2009	5.33
2010	1.65
2011	1.48
2012	1.87

Fonte: dados economatica, elaboração própria.

Percebe-se que, no momento do novo influxo de capitais as empresas analisadas, como um todo, investem mais com relação ao seu patrimônio líquido, principalmente, em processos de fusões e aquisições., ou seja, entre 2003 e 2007 as empresas investiram cerca de 18% do valor do seu patrimônio líquido. A partir de 2008, com a fuga de capitais, a proporção de investimentos dessas empresas reduzem (6,91%), atingindo valores mínimos no final do período (1,87%). Lembrando que o aumento essa diminuição na proporção não significa em redução no investimento total, o que de fato não ocorreu.

3.4. Análise setorial

Após a análise global da economia brasileira, será feita um estudo setorial da mesma, com intuito de se observar quais foram os setores mais suscetíveis às mudanças econômicas. Como dito anteriormente, os setores escolhidos, de acordo com a BM&FBovespa foram: Consumo Não Cíclico, Utilidade Pública, Materiais Básicos e Bens Industriais. Em cada um desses setores foram analisadas 3 empresas: No primeiro setor analisou-se a AMBEV, o Grupo Pão de Açúcar e a BRF (antiga Brasil Foods).Já no segundo foram estudadas as empresas CPFL, Eletrobras e CEMIG. O terceiro setor será representado pela Vale, Gerdau e Braskem. Enquanto o último contará com a Rossi, a CCR e a Mendes Jr.Sendo que para cada

setor escolhemos 3 empresas com a maior disponibilidade de dados e maior relevância econômica. Desse modo, os dados das tabelas, apresentadas durante essa seção, compreendem a média setorial das 12 empresas analisadas. (tabela 1)

A tabela 10 mostra a quantidade de empresas, em cada ano, que possuíam finanças *Hedge*, *Speculative* ou *Ponzi* de acordo com seu setor.

Tabela 10 - Evolução do perfil de fluxo de caixa das empresas, corte setorial

Setor	**Materiais Básicos**			**Utilidade Pública**			**Bens Industriais**			**Consumo não Cíclico**		
Ano/Tipo de finança	**Hedge**	**Speculative**	**Ponzi**	**Hedge**	**Speculative**	**Ponzi**	**Hedge**	**Speculative**	**Ponzi**	**Hedge**	**Speculative**	**Ponzi**
2003	1	2	0	1	1	1	0	1	2	0	3	0
2004	2	1	0	1	2	0	1	1	1	0	3	0
2005	3	0	0	2	1	0	1	1	1	1	2	0
2006	2	1	0	3	0	0	1	0	2	1	1	1
2007	3	0	0	3	0	0	1	0	2	1	2	0
2008	2	0	1	3	0	0	0	2	1	1	1	1
2009	3	0	0	2	1	0	0	2	1	2	0	1
2010	3	0	0	2	1	0	1	2	0	1	2	0
2011	2	1	0	1	2	0	0	1	2	1	2	0
2012	2	1	0	0	2	1	0	1	2	1	2	0

Fonte: dados das 12 empresas estudadas, divididas pelo seu setor obtidos através do economatica, elaboração própria.

Observa-se que no período analisado a quantidade de empresas do setor de bens industriais com finanças em posições especulativas e, principalmente, *ponzi* sempre foi presente, mesmo em períodos de grandes crescimento econômico. Outro setor a possuir, em grande maioria, finanças especulativas ou *ponzi* é o de consumo não cíclico. Este setor apresentou uma pequena melhora em sua fragilidade até o ano de 2008, isto é, o número de empresas *Ponzi* e *Hedge* diminuiu, porém após este ano voltou a possuir um aumento no número de empresas especulativas. Os outros dois setores, materiais básicos e utilidade pública, acompanharam o desempenho da economia como um todo, como apresentado no gráfico 4. Ou seja,

no começo do período estudado o número de empresas com finanças *hedge* era baixo, porém com o período de crescimento econômico, este número cresce em detrimento da quantidade de empresas especulativas e *ponzi*. Porém com a crise mundial e seus impactos posteriores o número de empresas *hedge* volta a declinar, elevando o grau de fragilidade das empresas desses setores.

As margens de segurança de caixa (explicada na página 37) desses setores ilustram esse mesmo panorama.

Tabela 11 - corte setorial das margens de seguranças.

Ano/Setor	Materiais Básicos	Utilidade Pública	Bens Industriais	Consumo não Cíclico
2003	-12%	-21%	-54%	-29%
2004	21%	-5%	-16%	-15%
2005	34%	8%	-28%	1%
2006	16%	20%	-9%	-11%
2007	31%	23%	7%	-12%
2008	-2%	22%	-24%	-13%
2009	21%	11%	-34%	2%
2010	39%	3%	-71%	0%
2011	28%	-20%	-97%	-3%
2012	9%	-24%	-196%	6%

Fonte: dados das 12 empresas estudadas, divididas pelo seu setor obtidos através do economatica, elaboração própria

Os setores de consumo não cíclico e materiais industriais quase em todo período permaneceram negativos, isto é, as empresas não eram capazes de reduzir suas receitas e honrarem com seus compromissos financeiros. Enquanto os de utilidade pública e materiais básicos possuíam situações confortáveis, com ressalva para os períodos iniciais e finais do período analisado, uma vez que no começo do período ainda eram notados os impactos das crises na américa latina dos anos anteriores e das incertezas que o mercado possuía com relação ao novo governo, e no final do período temos a desaceleração econômica mundial, causado pelos impactos posteriores da crise financeira dos EUA em 2008.

A piora nas margens pode ser explicada pelo maior aumento das despesas com relação às receitas, que pode ser observada na tabela 12.

Tabela 12 - corte setorial da proporção as despesas com vendas e das receitas líquidas operacionais.

Ano/Setor	Materiais Básicos	Utilidade Pública	Bens Industriais	Consumo não Cíclico
2003	0.68	0.14	0.63	0.63
2004	0.62	0.29	0.56	0.58
2005	0.62	0.31	0.53	0.55
2006	0.59	0.33	0.53	0.54
2007	0.60	0.28	0.46	0.53
2008	0.60	0.26	0.47	0.58
2009	0.69	0.31	0.50	0.60
2010	0.58	0.38	0.59	0.62
2011	0.58	0.38	0.56	0.62
2012	0.70	0.39	0.55	0.62

Fonte: dados das 12 empresas estudadas, divididas pelo seu setor obtidos através do economatica, elaboração própria

Observa-se, que diferentemente da tabela 5, a proporção entre receitas e despesas manteve-se constante no período, a exceção é o setor de utilidade pública, passando de 14% em 2003 para 39% em 2012. Porém mesmo crescendo consideravelmente, a sua proporção manteve-se menor do que as dos outros setores. Assim mesmo as empresas não obtendo pioras nessa proporção, ainda, possuem altos custos de vendas, o que leva a piores margens de segurança de caixa.

A estabilidade da proporção da tabela 12 não significa receitas e despesas constantes, e sim um crescimento igualitário de ambas. Assim, uma possível mudança nas receitas das empresas pode ser percebida através dos indicadores de rentabilidade e do lucro líquido. Os indicadores de rentabilidade estudados serão o ROA e o ROE. Segundo Assaf Neto (2009, p. 228), “esses indicadores têm por objetivo avaliar os resultados auferidos por uma empresa em relação a determinados parâmetros que melhor revelam suas dimensões.”. Assim o primeiro índice usa os ativos como base, enquanto o segundo utiliza o patrimônio líquido.

Tabela 13 - corte setorial do lucro líquido.

Ano/Setor	Materiais Básicos	Utilidade Pública	Bens Industriais	Consumo não Cíclico
2003	1,953,733,667	407,791,667	58,815,946	586,887,333
2004	3,327,238,333	985,678,000	53,962,333	608,994,000
2005	4,616,721,000	1,333,088,667	134,534,000	721,227,333
2006	5,471,092,000	1,428,085,000	270,685,000	1,003,011,000
2007	8,035,299,000	1,642,247,333	322,041,333	1,116,197,333
2008	7,576,009,000	3,099,741,333	408,909,000	1,124,759,000
2009	4,096,048,000	1,106,133,000	411,148,000	2,232,685,667
2010	11,369,282,667	2,014,723,000	520,401,667	3,029,303,667
2011	13,098,102,667	2,559,472,667	518,985,000	3,575,534,667
2012	3,476,062,000	-460,435,333	138,779,333	4,124,158,000

Fonte: dados das 12 empresas estudadas, divididas pelo seu setor obtidos através do economatica, elaboração própria

Tabela 14 - Evolução dos indicadores de rentabilidade, corte setorial.

Ano/Setor	Materiais Básicos		Utilidade Pública		Bens Industriais		Consumo não Cíclico	
	ROA %	ROE %	ROA %	ROE %	ROA %	ROE %	ROA %	ROE %
2003	8,27	24,09	1,92	3,47	2,51	8,99	5,50	17,86
2004	12,90	31,48	3,90	9,32	2,81	5,86	6,12	14,89
2005	13,31	28,93	6,19	17,07	5,09	9,17	5,42	13,80
2006	8,47	20,67	6,12	17,65	7,38	16,78	2,69	4,88
2007	9,74	23,15	6,50	18,63	8,23	19,59	4,87	10,08
2008	3,08	-8,57	6,87	17,68	7,38	23,29	3,54	7,88
2009	4,11	11,39	4,87	14,78	5,85	14,72	6,25	12,27
2010	8,46	18,83	5,41	15,47	5,89	16,60	7,69	14,71
2011	6,09	9,40	4,85	14,65	4,84	15,22	8,53	16,85
2012	1,49	0,87	3,50	13,37	-0,06	3,93	8,53	17,21

Fonte: dados das 12 empresas estudadas, divididas pelo seu setor obtidos através do economatica, elaboração própria

Analisando esses 4 setores percebemos situações diferentes entre eles. O setor de materiais básicos obteve ótimos resultados até o ano de 2007 e isso se deve ao boom das *commodities*. a partir de 2008, com a diminuição do preço desses bens, essas empresas passam a ter uma queda brusca sobre seus retornos, o que pode ser observado em seu lucro líquido - crescimento e 311% entre 2003 e 2007 e queda de 49% entre 2007 e 2009, lembrando que devido a Vale, os lucros são altos. Os setores de utilidade pública e bens industriais, obtiveram resultados similares aos da econômica brasileira como um todo, ou seja, atingiram o pico de seus retornos

entre anos de 2007 e 2008 e depois passaram por um período de desaceleração. Sendo importante ressaltar o ano de 2012, onde essas empresas tiveram quedas significativas em seus lucros, 118% para o primeiro setor e 73% para o segundo, ressaltando a presença de um prejuízo de R$ 460,4 milhões para o setor de utilidade pública, devido, principalmente, a Eletrobras. E isto ocorre, pelo fato de o governo obrigar a empresas e investir em áreas afastadas que geram prejuízos para a empresa.

O setor de consumo não cíclico, impulsionado, principalmente, pela AMBEV e pelas fusões e aquisições, terminou o período analisado com maiores rendimentos comparados ao começo do mesmo, sofrendo uma pequena queda no meio dele. Esses rendimento são impulsionados, principalmente, pelo aumento de 602% do seu lucro líquido durante o período. E isto ocorre devido a natureza dos produtos vendidos neste setor. É importante ressaltar, que os lucros destes setor são impulsionados, principalmente, pelo processo de fusão e aquisição que as empresas analisadas sofreram nesse período.

O aumento da rentabilidade das empresas leva aos agentes a terem suas expectativas melhoras e com isso estão mais propensos a investir e adquirir dívidas.

Tabela 15 - corte setorial das despesas financeiras.

Ano/Setor	Materiais Básicos	Utilidade Pública	Bens Industriais	Consumo não Cíclico
2003	-430,786,333	4,016,277,000	221,910,667	473,865,667
2004	732,690,333	2,950,562,333	256,947,667	636,659,667
2005	707,422,333	3,005,784,667	301,979,333	795,165,000
2006	1,422,518,333	2,920,294,000	196,591,667	679,581,333
2007	1,872,323,000	1,669,551,000	246,038,667	682,276,667
2008	4,060,133,333	688,062,667	288,300,000	1,235,825,333
2009	2,639,797,333	598,551,000	362,850,667	926,797,000
2010	2,898,092,333	2,083,026,333	381,672,667	1,207,449,000
2011	5,272,520,000	2,488,479,000	547,568,000	1,495,001,333
2012	5,344,101,667	2,382,937,333	555,750,000	1,605,699,000

Fonte: dados das 12 empresas estudadas, divididas pelo seu setor obtidos através do economatica, elaboração própria

Tabela 16 - Corte setorial das dívidas totais e a proporção de dívidas de curto prazo.

Ano /Setor	Materiais Básicos		Utilidade Pública		Bens Industriais		Consumo não Cíclico	
	Div Tot em milhares R$	Div CP/Div Tot %	Div Tot em milhares R$	Div CP/Div Tot %	Div Tot em milhares R$	Div CP/Div Tot %	Div Tot em milhares R$	Div CP/Div Tot %
2003	9.268.502	34,89	14.260.624	23,19	836.713	66,62	3.281.904	49,12
2004	8.154.044	28,59	13.713.295	22,23	982.300	54,74	3.803.904	49,66
2005	8.511.781	20,62	12.425.808	19,47	1.314.203	69,01	3.644.501	23,66
2006	21.820.075	18,64	12.962.042	12,07	969.847	45,40	4.689.624	33,34
2007	20.030.467	13,14	11.756.185	12,80	1.236.588	46,94	5.094.632	39,30
2008	26.861.233	13,57	13.950.953	13,64	2.054.838	38,83	6.602.334	25,49
2009	22.119.543	14,05	14.839.967	19,70	2.656.341	54,18	6.728.124	18,44
2010	23.729.611	12,94	19.195.559	15,41	3.440.975	21,50	7.514.274	34,72
2011	25.157.288	10,11	24.912.574	24,16	4.087.774	21,25	7.771.404	46,95
2012	31.345.349	13,19	28.565.596	21,93	4.828.381	25,67	7.718.101	30,81

Fonte: dados das 12 empresas estudadas, divididas pelo seu setor obtidos através do economatica, elaboração própria

Nota-se que a dívida bruta dos setores estudados cresceu substancialmente durante o período, o setor de materiais básicos teve um incremento de 228%, o de utilidade pública 100%, o de bens industriais 477% e o de consumo cíclico de 135%. Esse aumento generalizado, levas as empresas a se tornarem cada vez mais frágeis financeiramente e aumentem a porcentagem de seus rendimentos destinados ao pagamento de dívidas e amortizações, como pode ser observado na tabela 15.

Percebe-se que 3 dos 4 setores tiveram aumentos nas suas despesas financeiras. O setor de materiais básicos teve um aumento de 1340%, o de bens industriais 150% e o de consumo cíclico de 238%. Enquanto o setor de utilidade pública tem uma redução de 41% em suas despesas financeiras, esses dados são distorcidos devido a queda das despesas financeiras da Eletrobras, uma vez que o

governo possui o controle majoritário desta empresa e assim conseguirem maiores incentivos para seu financiamento.

O aumento da dívida é mascarado quando se analisa os resultados dos indicadores de endividamento.

Tabela 17 - Corte setorial dos indicadores de endividamento.

Ano/ Setor	Materiais Básicos		Utilidade Pública		Bens Industriais		Consumo não Cíclico	
	Média Div/Atv %	Média Div/PL %	Média Div/Atv %	Média Div/PL %	Média Div/Atv %	Média Div/PL %	Média Div/Atv %	Média Div/PL %
2003	45,78	169,58	33,33	87,48	33,49	130,48	39,40	127,09
2004	34,08	93,41	30,63	74,22	33,36	117,01	28,37	66,41
2005	30,91	78,98	27,85	69,44	39,53	161,74	28,81	72,74
2006	38,44	112,21	30,38	79,98	25,54	58,58	29,22	62,77
2007	35,13	95,16	29,76	79,41	30,79	73,06	29,08	62,56
2008	38,85	154,27	31,38	82,68	38,54	121,11	34,21	85,27
2009	33,56	104,42	34,53	97,14	35,97	94,29	25,07	53,81
2010	30,51	77,58	36,70	101,39	37,47	120,07	23,48	56,60
2011	29,09	78,59	39,89	117,40	41,19	146,51	22,93	61,17
2012	31,11	97,60	41,73	138,62	43,85	162,45	22,13	56,87

Fonte: dados das 12 empresas estudadas, divididas pelo seu setor obtidos através do economatica, elaboração própria

Como visto na tabela 17, os setores de materiais básicos e consumo não cíclico obtiveram melhoras em seus índices, o que se deve ao aumento nos seus ativos, principalmente pelos processos de fusões enquanto os demais setores tiveram piora, relativamente, pequenas em seus indicadores. A porcentagem que representa a dívida de curto prazo reduz, seguindo o movimento da economia, nos 4 setores analisados, pelos motivos elucidados na seção anterior.

Tabela 18 - Corte setorial da proporção dos investimento em relação ao PL

Ano	Materiais Básicos	Utilidade Pública	Bens Industriais	Consumo não Cíclico
2003	34,90	24,39	1,20	14,82
2004	5,85	28,22	7,36	37,30
2005	4,32	28,02	0,54	30,05
2006	2,68	27,49	1,14	31,67

2007	20,04	24,13	1,82	30,59
2008	18,55	6,92	1,45	0,73
2009	16,32	3,74	0,11	1,14
2010	3,99	2,30	0,19	0,88
2011	2,80	2,48	0,17	0,91
2012	3,23	3,30	0,21	1,20

Fonte: dados das 12 empresas estudadas, divididas pelo seu setor obtidos através do economatica, elaboração própria

A proporção dos investimentos pelo patrimônio líquido seguiu a mesma linha da economia, mas vale ressaltar que essa queda deu-se devido ao forte crescimento do patrimônio líquido das empresas, e não pela queda na quantia investida. Isto é, o crescimento do patrimônio líquido foi maior do que os investimentos realizados.

Assim, percebe-se que se analisarmos a economia setorialmente veremos discrepâncias em alguns indicadores, com relação ao desempenho econômico com um todo, como a queda nos indicadores de endividamento dos setores de consumo não cíclico e materiais e o aumento dos indicadores de rentabilidade nos setores de utilidade pública e consumo não cíclico. Porém o movimento setorial, com relação às posições financeiras deles, é parecido, ou seja, o período começa com grande quantidade de empresas *speculatives* e *ponzi*, devido a crise de 2001. Com o influxo de capital internacional, o aumento da demanda devido às melhorias sociais como a redução da desigualdade e do desemprego, e o aumento das exportações devido ao câmbio favorável, as empresas passam a assumir posições *hedge*, com ressalva ao setor de bens industriais e com a crise de 2008 e seus impactos posteriores as empresas retornam a terem níveis *speculatives* e *ponzi* em suas finanças. Sendo que esta é uma tendência para o futuro da economia.

4. CONCLUSÃO

O trabalho apresentado teve como objetivo estudar as situações que levaram as empresas a terem uma mudança em seu portfólio. Como vimos o processo de financeirização da economia levou as empresas brasileiras e terem uma mudança em sua governança. Esta governança buscava o lucro de curto prazo, principalmente, o financeiro em detrimento do lucro de longo prazo, proveniente de investimentos produtivos, ou seja, as empresas visavam maximizar os lucros dos acionistas

Aliada a mudança da governança empresarial temos um novo cenário econômico no período marcado. Segundo Prates (2002) o novo influxo de capitais que levou as empresas brasileiras e possuirem facilidades na obtenção de crédito. Esta facilidade leva as empresas a contraírem cada vez mais dívidas, porém estas não ficam tão evidentes em um cenário de grande crescimento econômico.

O aumento das dívidas gera um aumento da fragilidade das empresas que será sentido, após 2008, com a inversão das expectativas causadas pela crise financeiro americana. Ou seja, a desvalorização cambial, o aumento da taxa básica de juros e a fuga de capitais que acarretam, principalmente, na perda de valor dessas empresas leva ao aumento da dívida delas. Com isso, as empresas que estavam alavancadas, a passaram a possuir dificuldades para obter receitas para quitarem suas dívidas, enquanto o crédito passou a ficar mais caro e escasso.

A mudança de cenário, elucidada acima, leva as empresas que antes possuíam, em sua grande maioria, finanças do tipo *hedge* a terem finanças especulativas ou *ponzi.* Essa mudança vai se fortalecendo durante o período de desaceleração do crescimento no pós crise. Percebe-se, então, que o cenário atual é influenciado pelos resultados dos anos anteriores, ou seja, o aumento da fragilidade das empresas, por diversos motivos citados durante o trabalho, é um dos fatores que levou o Brasil ao processo de recessão atual.

Outro fator que explica essa situação é o crescimento substancial das dívidas totais dessas empresas no período, e esse crescimento, em um primeiro momento, deu-se devido a grande facilidade de acesso ao crédito aliado às expectativas positivas para os investimentos, e em um segundo momento, pela aumento das

taxas de juros e da desvalorização cambial, uma vez que essas empresas possuem dívidas em moeda estrangeira. Este aumento da dívida eleva, por sua vez, as despesas financeiras.

Por fim, o aumento dos custos de produção, também, deteriorou a situação dessas empresas, como observado neste trabalho, os custos das empresas cresceu muito mais que as receitas das mesma, dessa forma os lucros das empresas foram menores e devido ao aumento das despesas financeiras, essas passaram a não conseguir mais honrar com todas as suas obrigações.

Percebe-se que o aumento da fragilidade financeira das empresas brasileiras é galgado em uma série alterações nas finanças delas, dessa forma a economia brasileira, também, assumirá uma maior fragilidade e com isso maiores riscos. Esse aumento nos riscos pode ser percebido nos anos que sucedem o período analisado neste trabalho, uma vez que a economia encontra-se em um processo de recessão econômica.

5. REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M. Shareholder Value and Corporate Governance: some tricky questions. Economy and Society, v. 29, n. 1, p.146-159. 2000.

ALMEIDA, A. N. de; BITTENCOURT, A. M.; HOEFLICH, V. A.; LUCHESA, C. J. Desempenho econômico-financeiro de algumas empresas brasileiras de celulose e papel. Curitiba. **Pesq. Flor. bras.**, Colombo, n.54, p. 111-118, jan./jun. 2007.

ALMEIDA, Júlio Gomes de & NOVAIS, L. F. (2012) As grandes empresas no período recente: mudanças relevantes. Campinas: IE/Unicamp (Texto para Discussão), 2011.

ASSAF NETO, Alexandre. Curso de Administração Financeira. – São Paulo: Atlas, 2008.

AZEREDO, A. J.; SOUZA, M. A.; MACHADO, D. G. Desempenho econômico-financeiro de indústrias calçadistas. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 3, n. 6, p. 117-142, 2009.

BACIC, M. J.; Fragilidade financeira e alavancagem: uma aplicação no segmento das maiores empresas do Brasil (1980-1987). 1990. Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 1990.

BAER, W. A Economia Brasileira, 4. ed. São Paulo, Editora Brasiliense, 1990. 416 p.

BALTAR, P. E. A., KREIN, J. D., MORETTO, A. O emprego formal nos anos recentes. In: FAGNANI, E., POCHMANN M. (orgs.). Mercado de Trabalho, Relações Sindicais, Pobreza e Ajuste Fiscal. São Paulo: LTr, 2007.

BARBOSA, N. Latin America: counter-cyclical policy in Brazil: 2008-09.
Journal of globalization and development, v. 1, n. 1, 2010.

BARBOSA, N. et al. Real exchange rate, capital accumulation and growth

in Brazil. Conference on development and change, nº 4, Johannesburg, South Africa, Apr. 9-11, 2010.

BARBOSA, N e SOUZA, J.A. A Inflexão do Governo Lula: Política Econômica, Crescimento e Distribuição de Renda. In: Sader, E. & Garcia M. A. (orgs) Brasil, entre o passado e o futuro. São Paulo: Ed. Fundação Perseu Abramo: Boitempo, 2010.

BELLUZZO, L. G. e ALMEIDA, Júlio Gomes. Depois da Queda. Rio de Janeiro, Editora Civilização Brasileira, 2002. 412 p.

BOYER, R. Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. Economy and Society, v. 29, n. 1, p.111-145. 2000.

BRAGA, R. Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira. São Paulo, Atlas 1989.

BRAGA, S. (1998) Financeirização Global: o padrão sistêmico do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Org.). Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização. São Paulo: Editora Vozes, 1998. p. 195-242.

CANO, W. América Latina: do desenvolvimento ao neoliberalismo. In: FIORI, J.L. (org). Estados e moedas no desenvolvimento das nações, 2. ed. Petrópolis: Vozes, 1999, p. 287 – 326.

CARDIM DE CARVALHO, F. et al. Economia Monetária e Financeira: Teoria e política. Ed. Campus: Rio de Janeiro, 2001.

CARNEIRO, R. Desenvolvimento em Crise: a economia brasileira nos último quarto do século XX. São Paulo, Editora Unesp, 2002. 423 p.

CHERRY, T. (1970). Introduction to Business Finance, Belmont-California: Wadsworth Publishing Co. Tradução ao português: Introdução à Administração Financeira, São Paulo, Atlas, 1980.

COUTINHO, L; BELLUZZO, L. G. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisão de gastos em economias abertas. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F de

(org.), Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 59-105.

CROTTY, J. The Neoliberal Paradox: the impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era. Review of radical Political Economics, v. 35, n. 3, 2003, p. 271-279.

ECONOMÁTICA. Base de dados. Vários anos.

EVANS, J.; HABBARD, P. From Shareholder Value to Private Equity: the changing face of financialisation of the economy. Paris: TUAC, 2008. 13 p.

FILLETTI, J. de P. Financiamento de empresas não-financeiras de capital aberto: proposição de uma abordagem quantílica. 2010. Tese (Doutorado em Economia Aplicada) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 2010. p. 156.

GITMAN, L. (1974). Principles of Managerial Finance. New York. Harper & Row, Publishers, Inc. Tradução ao português: Princípios de Administração Financeira, São Paulo: Editora Harper & Row do Brasil Ltda, 1978

FRIEDMAN, M. A Teoria Quantitativa da Moeda: uma reafirmação. In: Carneiro, R., Os Clássicos da Economia, vol 2. Ed Ática, 1997.

HART, O. Corporate Governance: some theory and implications. The Economic Journal, v.105, n.430, Cambridge, p. 678-689, 1995.

HICKS, J. The two Triads. In: Hicks, J. Critical essays in Monetary Theory. Oxford: Claredon Press, 1967.

JACOB, C. A.; FILHO, E. B. S.; FILLETI, J. P.; ALMEIDA, J. S. G.; NOVAIS, L. F.; CINTRA, M. A. M.; FREITAS, M. C. P.; BORGHI, R. A. Z.; Financiamento das corporações: uma perspectiva brasileira, livro 3, 2013.

JESEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review, v.5, n. 76, p.323-339, 1986.

LAZONICK, W e O'SULLIVAN, M. Maximizing Shareholder Value: a new ideology for corporate governance. Economy and Society, v.29, n.1, p.13-35, 2000.

LAZONICK, W. The US Stock Market and the Governance of Innovative Enterprise. Industrial and Corporate Change, n. 6, p. 983-1035, 2007.

LOURAL, M. Investimentos Industriais no Brasil: Uma Análise Setorial do Período 1999-2013. Dissertação (doutorado em economia). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 2016.

KEYNES, John Maynard. A treatise on Money. In: CWJMK, vol. V. Cambridge University Press, 1930.

KEYNES, J. M. Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro. São Paulo: Abril Cultural, Coleção os Economistas, 1986. 333

MARTINS, E. Análise da Correção Monetária das Demonstrações Financeiras - Implicações no Lucro e na Alavancagem Financeira. São Paulo: Atas, 1980.

MARTINS e ASSAF, A. . Administração Financeira: As Finanças das Empresas sob Condições Inflacionárias, São Paulo, Atlas. 1985.

MARTINS, B. F. ; BACIC, M. J. ; SILVEIRA, R. L. F. . ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO DAS EMPRESAS AGROINDUSTRAIS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL. In: 50º Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural (SOBER), 2012, Vitória. 50º Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia

MINSKY, H. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven: Yale University Press, 2008.

MINSKY, H. John Maynard Keynes. Campinas: Editora Unicamp, 2011.

MIRANDA, B. P. J. ; Impactos da financeirização sobre a fragilidade micro e macroeconômica: um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1995-2012. Tese de doutorado, UFMG, Belo Horizonte, 2013.

MOREIRA, M. M. e PUGA, F, P. (2000). Como a Indústria Financia seu Crescimento? Uma Análise do Brasil Pós-Real. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, n. 5, p. 35-67, 2001.

OCDE. OCDE Principles of Corporate Governance. Paris: OCDE, 2004, p. 69

OREIRO, J. L. C. Capital Mobility, Real Exchange Rate Appreciation and Asset PriceBubbles in Emerging Economies: a post keynesian macroeconomic model for small open economy. Journal of Post Keynesian Economics, v.28, n.2, p.317-343, 2007.

PERIARD, Gustavo. Downsizing – o que é e como funciona. 2011. Disponível em: http://www.sobreadministracao.com/downsizing-o-que-e-e-como-funciona/. Acesso: dezembro de 2016.

PENNA FORTE, Charles. **Do fordismo ao pós-fordismo.** Curitiba, 1994. Disponível em: http://www.charlespennaforte.pro.br/acessoexclusivo/bancodetextos/fordismo_e_pos-fordismo.htm. Acesso: dezembro de 2016.

PRATES, Cláudia Pimentel Trindade e LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Algumas Considerações sobre os Determinantes da Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. **Revista do BNDES,** Rio de Janeiro, V. 12, N. 23, P. 201-218, Jun. 2006.

PRATES, D. M. Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa a Economia Brasileira na Década de Noventa. Dissertação (Mestrado), Unicamp, Campinas, 1997, p. 192

ROCHA, Marco Antonio M. Transformações produtivas e patrimoniais no Brasil no pós-crise. Brasília: CGEE, 2014 (No prelo).

RODRIGUES, J (1997). Endividamento e alavancagem, Revista brasileira do Mercado de Capitais 3(8), maio/agosto.

Rural (SOBER) - Agricultura e Desenvolvimento Rural com Sustentabilidade, Universidade Federal de Espírito Santo,Vitori, 22 a 25 de julho de 2012

SICÇU, João. Emprego, Juros e Câmbio: finanças globais e desemprego. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SINGH, A. Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies. InternationalFinance Corporation, Washington: Technical Paper, n. 2, 1995, 75 p.

STOCKHAMMER, E. Financialisation and the Slowdown of Accumulation. Journal of Economics, Cambridge, v. 28, n.5, p.719-741, 2004.

VAN HORNE, J. (1971) Financial Management and Policy, New Jersey: Prentice Hall Inc. Tradução ao espanhol: Administración financeira, Buenos Aires, Ediciones Contabilidad Moderna, 197

WILLIAMSON, O. E. Corporate Finance and Corporate Governance. Journal of Finance, v. 43, n. 3, p.567-591, 1988.

Anexo Estatísticos.

Vale: BP e DRE em R$ milhões.

ATIVO	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Ativo total	**37,091**	**43,472**	**53,594**	**123,009**	**132,898**	**185,779**	**175,739**	**214,662**	**241,783**	**266,922**
Ativo Circulante	8,558	11,930	12,571	27,170	21,152	56,059	38,257	54,268	42,095	46,040
Ativo nao circulante	28,533	31,542	41,023	95,839	111,746	129,721	137,482	160,394	199,688	220,882
Imobilizado	21,166	24,798	33,768	77,611	91,959	110,493	115,160	130,087	158,105	173,455
PASSIVO										
Passivo e patrimonio liq	**37,091**	**43,472**	**53,594**	**123,009**	**132,898**	**185,779**	**175,739**	**214,662**	**241,783**	**266,922**
Passivo Circulante	7,580	9,327	11,667	16,643	19,346	18,639	17,418	31,384	22,225	25,668
Financiamento CP	4,254	3,041	3,456	3,661	3,361	2,670	5,951	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
Passivo nao circulante	13,418	13,935	14,916	61,259	51,746	64,784	56,776	66,951	72,868	85,620
Patrim liq consolidado	15,937	20,201	27,003	45,100	61,713	102,356	101,544	116,327	146,690	155,633

DEM RESULT	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Receita liquida operac	19,442	27,544	33,993	45,291	64,763	70,541	48,497	83,225	103,195	93,511
-Custo Produtos Vendidos	10,985	14,123	16,311	20,756	30,084	32,156	27,720	33,756	40,489	51,997
=Lucro Bruto	8,457	13,421	17,682	24,535	34,680	38,385	20,776	49,469	62,707	41,514
-Desp (receit) operac	2,544	2,408	2,558	4,860	6,312	12,171	2,253	9,027	9,619	26,518
=Lucro antes jur&imp EBIT	5,914	11,013	15,123	19,675	28,368	26,214	13,390	40,442	53,087	14,996
+Resultado financeiro	-254	-2,000	-1,276	-1,745	277	-3,838	1,952	-2,763	-6,623	-8,405
+Receitas Financeiras	-3,733	-1,479	-312	864	4,508	1,221	10,520	3,136	4,650	2,619
-Despesas Financeiras	-3,479	521	964	2,610	4,230	5,059	8,568	5,900	11,273	11,024
=LAIR	5,660	9,013	13,847	17,930	28,645	22,377	15,342	37,679	46,465	6,591
-Imp renda e contrib soc	898	1,810	2,368	3,390	7,086	665	4,925	7,036	9,065	-2,642
=Lucro liquido	4,509	6,460	10,443	13,431	20,006	21,280	10,249	30,070	37,814	9,734

Gerdau: BP e DRE em R$ milhões.

ATIVO	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ativo total	**14,247**	**18,664**	**21,879**	**26,930**	**41,478**	**59,051**	**44,583**	**42,891**	**49,982**	**53,093**
Ativo Circulante	5,335	9,556	12,129	14,054	15,313	20,776	14,165	12,946	17,319	16,410
Ativo nao circulante	8,912	9,108	9,750	12,876	26,165	38,275	30,419	29,945	32,663	36,683
Imobilizado	7,379	7,927	8,694	11,184	15,828	20,055	16,731	16,172	17,295	19,690
PASSIVO										
Passivo e patrimonio liq	**14,247**	**18,664**	**21,879**	**26,930**	**41,478**	**59,051**	**44,583**	**42,891**	**49,982**	**53,093**
Passivo Circulante	4,343	5,248	4,189	5,497	6,587	8,475	4,819	5,022	6,777	7,823
Financiamento CP	2,414	1,968	1,327	1,960	2,501	3,788	1,357	1,578	1,715	2,324
Passivo nao circulante	5,049	5,803	7,550	8,702	18,248	25,531	17,760	17,722	16,685	16,472
Patrim liq consolidado	4,855	7,613	10,141	12,731	16,642	25,044	22,005	20,148	26,520	28,798

DEM RESULT	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Receita liquida operac	13,367	19,597	21,246	23,517	30,614	41,908	26,540	31,393	35,407	37,982
-Custo Produtos Vendidos	10,077	13,352	15,520	17,021	23,132	31,019	22,107	25,873	30,298	33,234
=Lucro Bruto	3,290	6,245	5,726	6,496	7,482	10,889	4,433	5,520	5,109	4,748
-Desp (receit) operac	1,504	1,639	1,362	2,490	2,550	2,761	3,586	1,875	2,230	2,399
=Lucro antes jur&imp EBIT	1,786	4,606	4,364	4,006	4,932	8,128	847	3,645	2,879	2,348
+Resultado financeiro	-647	-176	-29.9	322	333	-2,235	185	-685	-528	-789
+Receitas Financeiras	827	210	453	882	1,539	484	436	412	442	317
-Despesas Financeiras	1,474	386	483	560	1,206	2,719	252	1,098	970	1,105
=LAIR	1,140	4,430	4,334	4,327	5,264	5,893	1,031	2,959	2,351	1,559
-Imp renda e contrib soc	-141	1,153	1,062	819	954	948	26.95	502	253	63.2
=Lucro liquido	1,137	2,831	2,781	2,881	3,553	3,941	1,122	2,142	2,006	1,426

Braskem: BP e DRE em R$ milhões.

ATIVO	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ativo total	**13,883**	**14,893**	**15,591**	**16,304**	**20,892**	**22,702**	**22,105**	**34,477**	**37,354**	**41,164**
Ativo Circulante	4,092	5,334	5,818	5,951	6,596	7,752	7,047	8,780	10,172	12,692
Ativo nao circulante	9,791	9,559	9,773	10,353	14,296	14,950	15,058	25,697	27,182	28,471
Imobilizado	5,032	5,397	5,964	6,689	8,404	10,278	10,044	19,366	20,628	21,177
PASSIVO										
Passivo e patrimonio liq	**13,883**	**14,893**	**15,591**	**16,304**	**20,892**	**22,702**	**22,105**	**34,477**	**37,354**	**41,164**
Passivo Circulante	4,474	4,537	4,444	5,507	5,923	7,574	7,290	8,462	9,062	12,657
Financiamento CP	2,726	1,776	895	654	1,068	2,120	1,504	1,206	1,392	1,836
Passivo nao circulante	6,733	5,871	6,402	6,433	8,589	11,448	10,073	15,607	18,341	19,843
Patrim liq consolidado	2,667	4,391	4,657	4,334	6,355	3,680	4,742	10,408	9,951	8,664

DEM RESULT	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Receita liquida operac	10,136	12,192	13,075	12,993	17,679	17,960	15,248	25,495	33,176	35,513
-Custo Produtos Vendidos	8,089	9,078	10,362	10,792	14,441	15,141	12,665	21,412	29,318	32,210
=Lucro Bruto	2,047	3,114	2,713	2,201	3,238	2,819	2,584	4,083	3,858	3,303

-Desp (receit) operac	779	1,089	1,255	1,172	1,761	1,847	1,308	868	1,928	1,765
=Lucro antes jur&imp EBIT	1,268	2,025	1,459	1,028	1,478	972	1,275	3,215	1,930	1,539
+Resultado financeiro	-704	-1,231	-709	-938	-294	-3,685	572	-1,328	-2,805	-3,372
+Receitas Financeiras	8.98	60.29	-33.62	160	-114	719	-328	369	769	530
-Despesas Financeiras	713	1,291	676	1,098	180	4,403	-900	1,697	3,574	3,902
=LAIR	564	794	749	90.09	1,184	-2,713	1,847	1,887	-875	-1,834
-Imp renda e contrib soc	123	78.96	177	-12.85	377	-278	930	-2.05	-358	-793
=Lucro liquido	215	691	626	101	548	-2,492	917	1,895	-525	-731

Cemig: BP e DRE em R$ milhões.

ATIVO	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Ativo total	**15,025**	**16,782**	**19,840**	**23,209**	**24,267**	**24,341**	**28,866**	**33,556**	**37,358**	**40,773**
Ativo Circulante	2,558	3,423	5,198	6,395	7,722	7,678	9,444	8,086	8,532	11,990
Ativo nao circulante	12,467	13,360	14,642	16,814	16,544	16,664	19,422	25,470	28,826	28,783
Imobilizado	7,984	8,248	8,898	10,830	10,563	10,954	13,863	8,229	8,662	8,811
PASSIVO										
Passivo e patrimonio liq	**15,025**	**16,782**	**19,840**	**23,209**	**24,267**	**24,341**	**28,866**	**33,556**	**37,358**	**40,773**
Passivo Circulante	3,517	3,986	5,720	5,749	5,861	5,808	8,722	6,403	12,169	14,307
Financiamento CP	1,587	1,417	459	800	970	882	4,244	1,574	4,382	5,159
Passivo nao circulante	4,922	5,524	6,916	9,750	9,610	8,839	9,862	15,676	13,443	14,422
Patrim liq consolidado	6,586	7,272	7,204	7,620	8,709	9,694	10,282	11,476	11,745	12,044

DEM RESULT	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Receita liquida operac	5,623	7,141	8,236	9,681	10,246	10,890	11,705	12,863	15,814	18,460
-Custo Produtos Vendidos	-	4,863	5,919	6,961	6,324	6,823	7,430	8,298	9,957	12,384
=Lucro Bruto	5,623	2,278	2,316	2,720	3,922	4,067	4,275	4,566	5,857	6,077
-Desp (receit) operac	4,458	521	475	417	638	683	972	919	1,445	1,994
=Lucro antes jur&imp EBIT	1,165	1,757	1,841	2,303	3,284	3,385	3,303	3,647	4,412	4,083
+Resultado financeiro	585	229	632	-49.67	-356	-93.63	-219	-825	-1,056	1,252
+Receitas Financeiras	1,114	1,076	1,706	1,392	1,286	1,094	883	849	995	3,210
-Despesas Financeiras	529	847	1,074	1,442	1,642	1,187	1,103	1,674	2,051	1,958
=LAIR	1,500	1,476	1,838	2,084	2,928	3,291	3,083	2,822	3,356	5,335
-Imp renda e contrib soc	554	603	471	528	622	914	911	564	941	1,063
=Lucro liquido	1,198	1,385	2,003	1,719	1,735	1,887	1,861	2,258	2,415	4,272

Eletrobras: BP e DRE em R$ milhões.

ATIVO	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ativo total	**118,777**	**119,069**	**120,448**	**121,892**	**120,579**	**138,054**	**133,817**	**146,901**	**163,142**	**172,196**
Ativo Circulante	12,181	11,904	12,811	15,222	18,610	25,598	28,195	32,806	36,663	44,343
Ativo nao circulante	106,596	107,165	107,636	106,670	101,969	112,456	105,622	114,095	126,480	127,853
Imobilizado	80,132	79,720	78,674	77,695	74,157	80,263	77,262	46,682	53,215	47,407
PASSIVO										
Passivo e patrimonio liq	**118,777**	**119,069**	**120,448**	**121,892**	**120,579**	**138,054**	**133,817**	**146,901**	**163,142**	**172,196**
Passivo Circulante	9,405	10,126	9,043	10,002	11,003	14,287	14,163	18,370	26,125	30,850
Financiamento CP	2,287	2,588	1,651	1,990	1,429	1,715	999	1,868	4,005	4,447
Passivo nao circulante	41,237	38,825	35,441	33,810	29,227	37,916	43,356	58,001	59,815	74,065
Patrim liq consolidado	68,135	70,118	75,963	78,080	80,349	85,851	76,297	70,530	77,202	67,281

DEM RESULT	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Receita liquida operac	19,373	19,913	20,777	19,636	22,454	30,066	26,058	29,815	33,061	39,539
-Custo Produtos Vendidos	-	-	-	-	-	-	-	4,266	4,716	5,474
=Lucro Bruto	19,373	19,913	20,777	19,636	22,454	30,066	26,058	25,549	28,346	34,064
-Desp (receit) operac	10,773	13,648	15,565	14,361	19,230	23,897	21,507	21,137	23,720	42,013
=Lucro antes jur&imp EBIT	8,601	6,264	5,212	5,275	3,224	6,169	4,550	4,411	4,626	-7,949
+Resultado financeiro	-7,287	-3,547	-3,488	-3,427	-927	3,384	-5,274	-364	234	633
+Receitas Financeiras	2,705	3,349	3,549	2,965	1,546	-	-	3,374	4,262	4,335
-Despesas Financeiras	9,992	6,895	7,037	6,392	2,472	-	-	3,738	4,028	3,703
=LAIR	1,314	2,717	1,724	1,848	2,297	9,553	-723	4,047	4,860	-7,316
-Imp renda e contrib soc	900	1,320	621	563	585	3,227	-1,196	1,494	1,098	-390
=Lucro liquido	323	1,293	975	1,161	1,548	6,136	171	2,248	3,733	-6,879

CPFL: BP e DRE em R$ milhões.

ATIVO	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012

Ativo total	**12,050**	**12,618**	**13,851**	**14,049**	**15,596**	**16,243**	**16,870**	**20,057**	**27,413**	**31,076**
Ativo Circulante	2,376	3,223	3,770	3,696	4,076	3,712	4,244	3,898	5,363	5,630
Ativo nao circulante	9,675	9,395	10,081	10,353	11,520	12,531	12,626	16,159	22,050	25,445
Imobilizado	3,096	3,827	4,201	5,163	6,196	6,614	7,487	5,786	8,292	9,612
PASSIVO										
Passivo e patrimonio liq	**12,050**	**12,618**	**13,851**	**14,049**	**15,596**	**16,243**	**16,870**	**20,057**	**27,413**	**31,076**
Passivo Circulante	2,513	2,997	4,139	3,785	4,218	4,242	4,585	4,428	4,499	5,193
Financiamento CP	885	904	1,246	688	922	552	724	619	1,038	1,701
Passivo nao circulante	5,941	5,388	4,916	5,395	6,335	6,894	7,117	8,879	14,361	17,475
Patrim liq consolidado	3,596	4,233	4,796	4,868	5,043	5,107	5,168	6,750	8,553	8,407

DEM RESULT	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Receita liquida operac	6,057	6,736	7,739	8,914	9,410	9,706	10,566	12,024	12,764	15,055
-Custo Produtos Vendidos	4,436	4,966	5,316	5,835	5,539	6,493	7,480	8,341	8,518	10,702
=Lucro Bruto	1,622	1,770	2,423	3,079	3,871	3,213	3,086	3,683	4,246	4,353
-Desp (receit) operac	769	506	663	619	880	877	885	943	1,196	1,582
=Lucro antes jur&imp EBIT	853	1,264	1,760	2,460	2,991	2,336	2,201	2,739	3,051	2,771
+Resultado financeiro	-1,007	-677	-329	-289	-514	-414	-316	-354	-689	-768
+Receitas Financeiras	521	432	577	638	380	463	377	483	698	720
-Despesas Financeiras	1,528	1,109	906	927	894	877	693	837	1,387	1,488
=LAIR	-155	580	1,240	2,171	2,477	1,922	1,885	2,385	2,362	2,003
-Imp renda e contrib soc	109	253	336	734	828	636	584	825	780	747
=Lucro liquido	-297	279	1,021	1,404	1,643	1,276	1,286	1,538	1,530	1,226

CCR: BP e DRE em R$ milhões.

ATIVO	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Ativo total	**2,284**	**2,877**	**3,425**	**3,826**	**4,229**	**6,271**	**9,085**	**12,768**	**12,851**	**14,306**
Ativo Circulante	255	697	603	896	1,015	1,372	2,536	1,722	1,381	1,604
Ativo nao circulante	2,028	2,180	2,822	2,930	3,214	4,899	6,549	11,046	11,471	12,702
Imobilizado	1,782	1,737	2,306	2,441	2,602	3,160	3,755	393	431	561
PASSIVO										
Passivo e patrimonio liq	**2,284**	**2,877**	**3,425**	**3,826**	**4,229**	**6,271**	**9,085**	**12,768**	**12,851**	**14,306**
Passivo Circulante	518	671	579	528	621	2,303	1,649	3,042	2,912	3,744
Financiamento CP	310	250	306	162	125	1,145	636	469	129	493
Passivo nao circulante	1,117	1,123	1,455	1,718	1,971	2,364	4,525	6,585	6,725	7,200
Patrim liq consolidado	648	1,084	1,390	1,579	1,637	1,604	2,911	3,140	3,214	3,362

DEM RESULT	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Receita liquida operac	1,139	1,463	1,954	2,145	2,353	2,734	3,089	4,657	5,134	5,768
-Custo Produtos Vendidos	688	783	958	1,072	955	1,058	1,255	2,455	2,282	2,525
=Lucro Bruto	451	680	996	1,073	1,398	1,676	1,834	2,203	2,852	3,242
-Desp (receit) operac	94.20	148	193	217	275	308	355	501	575	745
=Lucro antes jur&imp EBIT	357	532	803	855	1,123	1,368	1,479	1,701	2,277	2,497
+Resultado financeiro	-85.34	-140	-21.87	-194	-232	-253	-422	-628	-923	-671
+Receitas Financeiras	166	86.87	184	85.92	95.77	188	366	463	351	266
-Despesas Financeiras	252	227	206	280	328	441	788	1,091	1,273	937

=LAIR	272	392	781	662	891	1,115	1,057	1,073	1,354	1,826
-Imp renda e contrib soc	89.15	130	273	110	299	392	415	396	444	634
=Lucro liquido	183	263	500	547	584	714	635	672	899	1,177

Rossi: BP e DRE em R$ milhões.

ATIVO	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Ativo total	**722**	**941**	**794**	**1,490**	**2,224**	**2,866**	**4,408**	**5,114**	**7,134**	**8,232**
Ativo Circulante	415	577	541	1,092	1,446	1,561	3,039	3,727	5,508	6,428
Ativo nao circulante	307	365	253	398	777	1,304	1,369	1,387	1,627	1,804
Imobilizado	1.16	1.48	1.76	2.52	2.22	33.45	28.60	52.03	88.07	66.42
PASSIVO										
Passivo e patrimonio liq	**722**	**941**	**794**	**1,490**	**2,224**	**2,866**	**4,408**	**5,114**	**7,134**	**8,232**
Passivo Circulante	203	338	288	289	447	518	1,264	1,545	2,305	2,975
Financiamento CP	34.22	71.91	121.94	89.33	98.70	124	483	742	1,224	1,469
Passivo nao circulante	234	294	175	122	605	1,109	861	1,584	2,845	2,959
Patrim liq consolidado	284	310	331	1,080	1,171	1,238	2,283	1,984	1,985	2,298

DEM RESULT	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Receita liquida operac	180	318	404	411	733	1,233	1,572	2,349	2,837	2,715
-Custo Produtos Vendidos	139	219	288	283	475	814	1,087	1,713	2,146	2,142
=Lucro Bruto	41.13	98.38	116	128	258	419	485	636	691	573
-Desp (receit) operac	53.87	64.35	73.66	137	130	274	241	427	545	566
=Lucro antes jur&imp EBIT	-12.73	34.03	41.98	-8.58	128	145	244	209	146	6.75
+Resultado financeiro	2.64	-3.20	-11.98	54.39	38.83	-9.60	30.53	55.31	16.21	-129
+Receitas Financeiras	0.00	7.26	7.26	120	145	22.54	57.18	109	202	109
-Despesas Financeiras	0.00	10.46	19.25	65.38	107	32.14	26.65	53.92	186	238
=LAIR	-10.10	30.83	29.99	45.81	167	135	275	264	162	-122
-Imp renda e contrib soc	-6.66	5.01	3.23	2.10	25.89	6.35	37.02	76.06	83.23	83.87
=Lucro liquido	-6.14	19.30	20.18	43.70	131	119	218	188	78.68	-206

Mendes Jr: BP e DRE em R$ milhões.

ATIVO	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Ativo total	**3,096**	**3,488**	**4,036**	**4,628**	**5,245**	**6,108**	**6,861**	**8,086**	**9,131**	**9,231**
Ativo Circulante	74.79	65.91	87.54	28.38	0.41	70.26	75.17	2.57	11.87	0.46
Ativo nao circulante	3,021	3,422	3,949	4,600	5,245	6,038	6,786	8,083	9,119	9,230
Imobilizado	2.672	2.875	2.687	2.554	2.469	2.366	2.289	28.137	27.631	27.127
PASSIVO										
Passivo e patrimonio liq	**3,096**	**3,488**	**4,036**	**4,628**	**5,245**	**6,108**	**6,861**	**8,086**	**9,131**	**9,231**
Passivo Circulante	1,346	1,413	2,424	675	1,392	982	1,821	26.85	27.39	15.36
Financiamento CP	807	1,153	1,689	294	322	425	437	-	-	-
Passivo nao circulante	1,083	1,271	926	2,004	1,653	2,531	2,010	4,316	4,774	5,442
Patrim liq consolidado	667	803	686	1,949	2,200	2,595	3,031	3,743	4,329	3,774

DEM RESULT	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Receita liquida operac	4.31	2.10	2.11	1.83	1.68	1.71	2.13	1.50	1.92	2.84
-Custo Produtos Vendidos	3.67	3.18	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.51	0.51	0.50

=Lucro Bruto	0.64	-1.08	2.10	1.83	1.68	1.71	2.13	1.00	1.41	2.33
-Desp (receit) operac	46.09	38.44	22.10	9.30	-37.73	34.91	-9.57	-412	26.90	555
=Lucro antes jur&imp EBIT	-45.46	-39.52	-20.01	-7.47	39.41	-33.20	11.70	413	-25.48	-553
+Resultado financeiro	45.26	-91.28	-97.06	343	342	534	546	654	891	-287
+Receitas Financeiras	459.46	443	583	588	645.19	926	820	654	1,074	206
-Despesas Financeiras	414	534	680	245	304	392	274	-	183	492
=LAIR	-0.20	-131	-117	335	381	501	558	1,067	865	-839
-Imp renda e contrib soc	0.17	-10.40	-	114	130	107	177	366	286	-284
=Lucro liquido	-0.36	-120	-117	221	251	395	381	701	579	-555

BRF: BP e DRE em R$ milhões.

ATIVO	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Ativo total	**2,779**	**2,525**	**3,632**	**4,829**	**6,543**	**11,220**	**25,714**	**27,752**	**29,983**	**30,772**
Ativo Circulante	1,667	1,269	2,189	2,845	3,768	5,985	10,446	9,852	11,124	11,590
Ativo nao circulante	1,112	1,256	1,444	1,984	2,775	5,234	15,268	17,899	18,860	19,182
Imobilizado	915	918	1,107	1,570	2,137	2,918	9,275	9,067	9,798	10,671
PASSIVO										
Passivo e patrimonio liq	**2,779**	**2,525**	**3,632**	**4,829**	**6,543**	**11,220**	**25,714**	**27,752**	**29,983**	**30,772**
Passivo Circulante	1,320	1,037	1,130	1,252	1,941	3,081	5,877	5,686	7,988	7,464
Financiamento CP	797	492	549	547	1,052	1,642	2,912	2,228	3,452	2,441
Passivo nao circulante	695	518	1,280	1,434	1,376	4,027	6,698	8,429	7,886	8,732
Patrim liq consolidado	763	970	1,223	2,144	3,226	4,111	13,139	13,637	14,110	14,576

DEM RESULT	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Receita liquida operac	3,825	4,883	5,145	5,210	6,633	11,393	15,906	22,681	25,706	28,517
-Custo Produtos Vendidos	2,802	3,532	3,686	3,866	4,760	8,634	12,271	16,951	19,047	22,064
=Lucro Bruto	1,023	1,351	1,459	1,344	1,873	2,759	3,635	5,730	6,659	6,454
-Desp (receit) operac	742	891	925	1,140	1,384	2,312	3,542	4,246	4,658	5,065
=Lucro antes jur&imp EBIT	281	460	534	204	489	447	92.78	1,485	2,001	1,389
+Resultado financeiro	-135	-91.79	-82.73	-129	-105	-630	241	-483	-480	-571
+Receitas Financeiras	17.42	84.40	11.32	59.29	11.04	616	1,137	880	846	986
-Despesas Financeiras	153	176	94.05	189	116	1,247	896	1,363	1,325	1,557
=LAIR	145	368	451	74.33	384	-184	334	1,001	1,522	818
-Imp renda e contrib soc	12.43	47.33	62.53	-61.56	32.08	-255	197	196	157	-2.35
=Lucro liquido	124	296	361	117	321	54.37	120	804	1,367	813

Pão de açúcar: BP e DRE em R$ milhões.

ATIVO	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Ativo total	**8,940**	**10,423**	**10,923**	**11,672**	**12,746**	**13,544**	**18,013**	**29,933**	**33,769**	**35,396**
Ativo Circulante	3,220	3,491	4,910	4,878	5,009	5,652	8,533	14,716	17,276	17,251

Ativo nao circulante	5,720	6,932	6,013	6,794	7,737	7,892	9,480	15,216	16,493	18,146
Imobilizado	3,986	4,425	3,862	4,241	4,820	4,941	5,249	6,704	7,358	8,114
PASSIVO										
Passivo e patrimonio liq	**8,940**	**10,423**	**10,923**	**11,672**	**12,746**	**13,544**	**18,013**	**29,933**	**33,769**	**35,396**
Passivo Circulante	2,854	3,248	2,569	3,824	4,353	3,418	5,802	10,817	13,501	13,955
Financiamento CP	1,327	1,235	423	871	1,439	301	441	2,392	4,334	3,460
Passivo nao circulante	2,318	2,772	3,814	2,878	3,244	4,614	5,546	9,532	10,173	10,373
Patrim liq consolidado	3,768	4,403	4,540	4,971	5,150	5,512	6,665	9,584	10,094	11,068

DEM RESULT	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Receita liquida operac	10,806	12,565	13,413	13,880	14,903	18,033	23,254	32,092	46,594	50,924
-Custo Produtos Vendidos	7,764	8,891	9,438	9,963	10,724	13,279	17,494	24,241	33,933	37,121
=Lucro Bruto	3,042	3,674	3,975	3,917	4,178	4,754	5,760	7,850	12,662	13,804
-Desp (receit) operac	2,641	3,094	3,478	3,955	3,741	4,044	4,832	6,249	10,524	10,935
=Lucro antes jur&imp EBIT	401	579	497	-37.93	437	710	929	1,601	2,137	2,869
+Resultado financeiro	-185	-288	-237	-221	-211	-317	-285	-823	-1,333	-1,193
+Receitas Financeiras	575	330	447	383	344	292	252	332	593	593
-Despesas Financeiras	760	618	684	603	556	608	536	1,155	1,926	1,786
=LAIR	216	291	260	-259	226	393	644	778	805	1,676
-Imp renda e contrib soc	-9.72	-49.54	52.99	1.47	11.40	111	6.38	86.56	85.00	520
=Lucro liquido	226	370	257	85.52	211	260	592	722	718	1,051

AMBEV: BP e DRE em R$ milhões.

ATIVO	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Ativo total	**14,830**	**33,017**	**33,493**	**35,645**	**35,476**	**37,270**	**40,101**	**42,678**	**46,139**	**54,160**
Ativo Circulante	5,500	5,380	4,931	6,818	7,880	9,847	10,303	12,911	14,679	16,256
Ativo nao circulante	9,330	27,637	28,561	28,828	27,595	27,423	29,798	29,767	31,460	37,904
Imobilizado	4,166	5,532	5,405	5,724	5,593	6,883	6,595	7,032	9,265	11,412
PASSIVO										
Passivo e patrimonio liq	**14,830**	**33,017**	**33,493**	**35,645**	**35,476**	**37,270**	**40,101**	**42,678**	**46,139**	**54,160**
Passivo Circulante	4,720	8,772	5,052	6,844	8,486	10,679	8,492	10,555	14,408	15,519
Financiamento CP	1,976	3,443	1,209	2,039	2,421	3,074	801	2,606	964	838
Passivo nao circulante	5,605	7,051	8,301	9,160	9,226	9,176	9,313	7,559	5,903	8,717
Patrim liq consolidado	4,505	17,194	19,990	19,491	17,607	17,414	22,296	24,565	25,829	29,924

DEM RESULT	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Receita liquida operac	8,684	12,007	15,959	17,614	19,648	20,899	23,194	25,233	27,127	32,231
-Custo Produtos Vendidos	4,044	4,781	5,742	5,949	6,546	7,164	7,718	8,449	8,793	10,292
=Lucro Bruto	4,640	7,226	10,216	11,665	13,102	13,736	15,476	16,784	18,333	21,940
-Desp (receit) operac	2,869	4,621	6,553	6,279	7,323	7,948	5,858	6,761	6,623	8,079
=Lucro antes jur&imp EBIT	1,771	2,606	3,663	5,386	5,779	5,788	9,618	10,023	11,710	13,860
+Resultado financeiro	93.11	-776	-1,087	-1,078	-1,253	-1,092	-982	-319	-468	-813
+Receitas Financeiras	602	339	521	168	122	760	366	785	766	662

-Despesas Financeiras	509	1,116	1,608	1,247	1,375	1,853	1,348	1,104	1,234	1,474
=LAIR	1,864	1,829	2,577	4,307	4,526	4,696	8,636	9,704	11,242	13,048
-Imp renda e contrib soc	426	512	845	1,315	1,593	1,519	2,208	2,084	2,522	2,405
=Lucro liquido	1,412	1,162	1,546	2,806	2,816	3,059	5,986	7,561	8,641	10,508