

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail [bibfea@usp.br](mailto:bibfea@usp.br) para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

ANTONIO ROßLES JUNIOR

ESTRUTURA FINANCEIRA DAS  
SOCIEDADES ANÔNIMAS

Considerações sobre o endividamento  
das companhias abertas

Dissertação apresentada à Faculdade  
de Economia e Administração da Uni  
versidade de São Paulo (Departamen  
to de Contabilidade e Atuária) para  
obtenção do título de Mestre.

Orientador: Prof. Dr. Eliseu Martins

São Paulo  
1980

## AGRADECIMENTOS

A Deus, que permitiu tornar realidade essa nossa aspiração.

Ao Orientador

- . Dr. Eliseu Martins pelas sugestões, orientação e constante disponibilidade.

Aos Professores,

- . Dr. Antonio Peres Rodrigues Filho cujo estímulo inicial foi imprescindível.
- . Dr. Sérgio de Iudícibus pelo exemplo.
- . Dr. Antonio Pereira do Amaral pela amizade e consideração.

À Laura, esposa dedicada, pelo incentivo e sacrifício, sem o qual não existiria este trabalho.

Ao Fábio Renato, Fernando Luís e Flávia Maria, meus filhos, pela convivência perdida.

Ao Léo, meu irmão, pelas sugestões.

Ao Francisco Vidal Luna, da Bolsa de Valores de São Paulo.

À família que proporcionou a meus filhos a companhia que não ofereci no tempo dedicado a esta dissertação.

À Srta. Montserrat agradeço a datilografia.

	<u>Página</u>
1- <u>INTRODUÇÃO</u>	08
2- <u>ESTRUTURA FINANCEIRA</u>	12
2.1- Aspectos a considerar	16
2.1.1- Adequação	16
2.1.2- Lucro	20
2.1.3- Risco	23
2.1.4- Controle	26
2.1.5- Maneabilidade	26
2.1.6- Prazo	28
2.2- Fontes de fundos	28
2.3- Estrutura financeira "ótima"	29
2.4- Estrutura de capital	31
2.5- Conceito de ação	34
2.6- Ação ordinária	37
2.7- Dividendos	41
2.7.1- Política de dividendos	47
2.7.2- Pagamento de dividendos	53
3- <u>ENDIVIDAMENTO</u>	55
3.1- Empréstimos	56
3.1.1- Debêntures	61
3.1.1.1- Garantias	66
3.1.1.2- Limites de emissão	67
3.2- Ações preferenciais	68
3.3- Alavancagem financeira	72
3.3.1- Teoria tradicional	73
3.3.2- Teoria de Modigliani e Miller	83

	<u>Página</u>
3.4- Arrendamento mercantil - "Leasing"	88
3.4.1- Legislação do "Leasing"	91
3.4.2- Contratos de "Leasing" - cláusulas mínimas	95
4- <u>ENFOQUE: COMPANHIAS ABERTAS</u>	97
4.1- Companhias abertas	98
4.1.1- Vantagens fiscais	106
4.2- Emissões de capital	110
4.2.1- Emissões de Capital das sociedades anônimas brasileiras.	111
4.2.2- Composição % das emissões de capital das sociedades anônimas brasileiras.	114
4.2.3- Subscrições em dinheiro das sociedades anônimas brasileiras.	118
4.2.4- Subscrições em dinheiro das companhias abertas.	121
5- <u>ENDIVIDAMENTO E INFLAÇÃO</u>	124
5.1- A inflação e o mercado de ações	125
5.1.1- Proteção contra a inflação	125
5.1.2- Aspectos desfavoráveis	127
5.1.3- A experiência brasileira	129
5.1.4- Aspectos sociais	131
5.1.5- Psicologia do investidor	132
5.2- Alavancagem financeira e inflação	134
5.2.1- Exposição à inflação	138
5.2.2- Cobertura à inflação	139
5.2.3- Valorizações	141

	<u>Página</u>
6- <u>EVOLUÇÃO DA ALAVANCAGEM</u>	142
6.1- Metodologia adotada	143
6.2- Taxa de lucratividade (L)	145
6.3- Taxa de retorno (R)	146
6.4- Taxa de evolução do preço (P)	148
6.5- Demonstração da determinação de "P"	148
6.6- Fontes de dados	149
6.7- Constatações	167
7- <u>CONCLUSÕES</u>	
<u>RESUMO (ABSTRACT)</u>	182
<u>BIBLIOGRAFIA</u>	191
<u>APÊNDICES</u>	
I- EVOLUÇÃO DO ENDIVIDAMENTO DAS 200 MAIORES EM PRESAS BRASILEIRAS (DE 1970 À 1978).	198
II- EXPANSÃO DO CAPITAL DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS REGISTRADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (1979 vs 1970).	210
III- ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS ESTATAIS E ESTRAN GEIRAS	224
IV- ÍNDICES SETORIAIS: LIQUIDEZ CORRENTE, ENDIVI DAMENTO E RENTABILIDADE	234

1- INTRODUÇÃO

## 1- INTRODUÇÃO

Ultimamente muito se tem escrito e falado sobre o endividamento em geral, em termos pessoais do cidadão comum, no âmbito das sociedades com fins lucrativos e ainda do endividamento da própria nação.

Por outro lado dá-se ênfase aos benefícios desse endividamento, generalizando-se os conhecimentos dos seus efeitos favoráveis, quer devido à valorização dos bens adquiridos a taxas superiores à inflação, quer devido ao desejo de se usufruir "in totum" da possibilidade de alavancagem sobre os recursos emprestados.

Neste texto é focado o endividamento das sociedades anônimas sob o ponto de vista da teoria financeira, e os reflexos da evolução do endividamento nos preços das ações nas bolsas de valores. A finalidade deste estudo é constatar, através dos dados apresentados, as consequências da opção pelos recursos de terceiros em detrimento ao capital próprio. Caso essa opção esteja correta, a empresa terá seus resultados .. acrescidos pelos efeitos da alavancagem financeira dos recursos emprestados.

A melhora nos resultados, por causa da presença de recursos de terceiros no passivo da sociedade deverá refletir-se na cotação das ações em bolsas de valores. Entretanto, ainda dependendo da análise e avaliação, por investidores e analistas de mercado, do risco representado pelos mesmos capitais de terceiros.

Considerando esse escopo nos capítulos iniciais são apresentados, de forma sucinta, a teoria financeira básica, os aspectos societários jurídicos e a estrutura do Sistema Financeiro Nacional que norteia a distribuição de recursos pelas instituições financeiras.

O quarto capítulo diz respeito essencialmente as companhias de capital aberto e sua participação no processo de capitalização das sociedades anônimas brasileiras. A partir de dados macro-econômicos, das duas últimas décadas, verifica-se a evolução da capitalização das sociedades anônimas brasileiras, tanto sob o ponto de vista de emissões de capital quanto de subscrições em dinheiro.

É dado ênfase particular às subscrições em dinheiro das companhias abertas e sua relação com o Produto Interno Bruto (PIB).

O problema do endividamento face à inflação é tratado no quinto capítulo, examinando a influência da inflação no mercado de ações e na alavancagem financeira.

No capítulo sexto confronta-se a evolução da alavancagem e cotações na década dos setenta. Colocando-se na posição de um analista de mercado, ou mesmo de um investidor, e examinando através de pesquisa nos anuários das bolsas a evolução dos índices publicados e suas relações. Os dados publicados pelas bolsas tanto merecem credibilidade, quanto as demonstrações contábeis veiculadas pelas sociedades na imprensa, visto que as bolsas além de representarem os órgãos governamentais junto ao mercado de capitais, também exercem ação fiscalizadora sobre as instituições financeiras atuantes no mercado e suas análises podem influenciar o comportamento das cotações dos diversos títulos.

Nos casos em que não foi possível obter os dados junto aos anuários das bolsas, utiliza-se índices publicados por revistas especializadas.

O último capítulo apresenta as conclusões inferidas ao longo deste trabalho.

Complementando o texto, foram inseridos alguns apêndices ilustrativos dos assuntos tratados: endividamento das dez maiores empresas brasileiras durante o período com

preendido. entre 1.970 e 1.978; a expansão de capital das so  
ciedades anônimas registradas na Bolsa de Valores de São  
Paulo entre 1.970 e 1.979; o processo de endividamento das  
empresas classificadas como estatais e estrangeiras e final  
mente os índices de liquidez corrente, endividamento e ren  
tabilidade, por empresas e setores de atividades econômicas.

2- ESTRUTURA FINANCEIRA

## 2- ESTRUTURA FINANCEIRA

Ao se examinar o balanço de uma empresa pode-se identificar sua estrutura financeira através da análise das contas que compõem o seu passivo. A estrutura financeira indica o modo pelo qual os ativos dessa empresa estão sendo financiados (1).

A maior parte dos recursos registrados no passivo da empresa é obtida junto ao mercado financeiro. Mercado financeiro é a denominação dada ao conjunto de operações financeiras que se realizam em um país ou, mesmo, entre vários países - mercado financeiro internacional.

De acordo com os prazos de fornecimento de recursos, o mercado financeiro compreende dois mercados básicos.

Mercado Financeiro	$\left\{ \begin{array}{l} \text{Mercado de Créditos} \\ \text{Mercado de Capitais} \end{array} \right.$	$\left\{ \begin{array}{l} \text{curto prazo} \\ \text{prazo médio} \end{array} \right.$
		$\left\{ \begin{array}{l} \text{prazo médio} \\ \text{longo prazo} \end{array} \right.$

Essa terminologia, evidentemente, não é rígida, pois o que se definiu como mercado de capitais é denominado por alguns autores como mercado de investimentos, sendo que o mercado de créditos é também conhecido como mercado monetário (2).

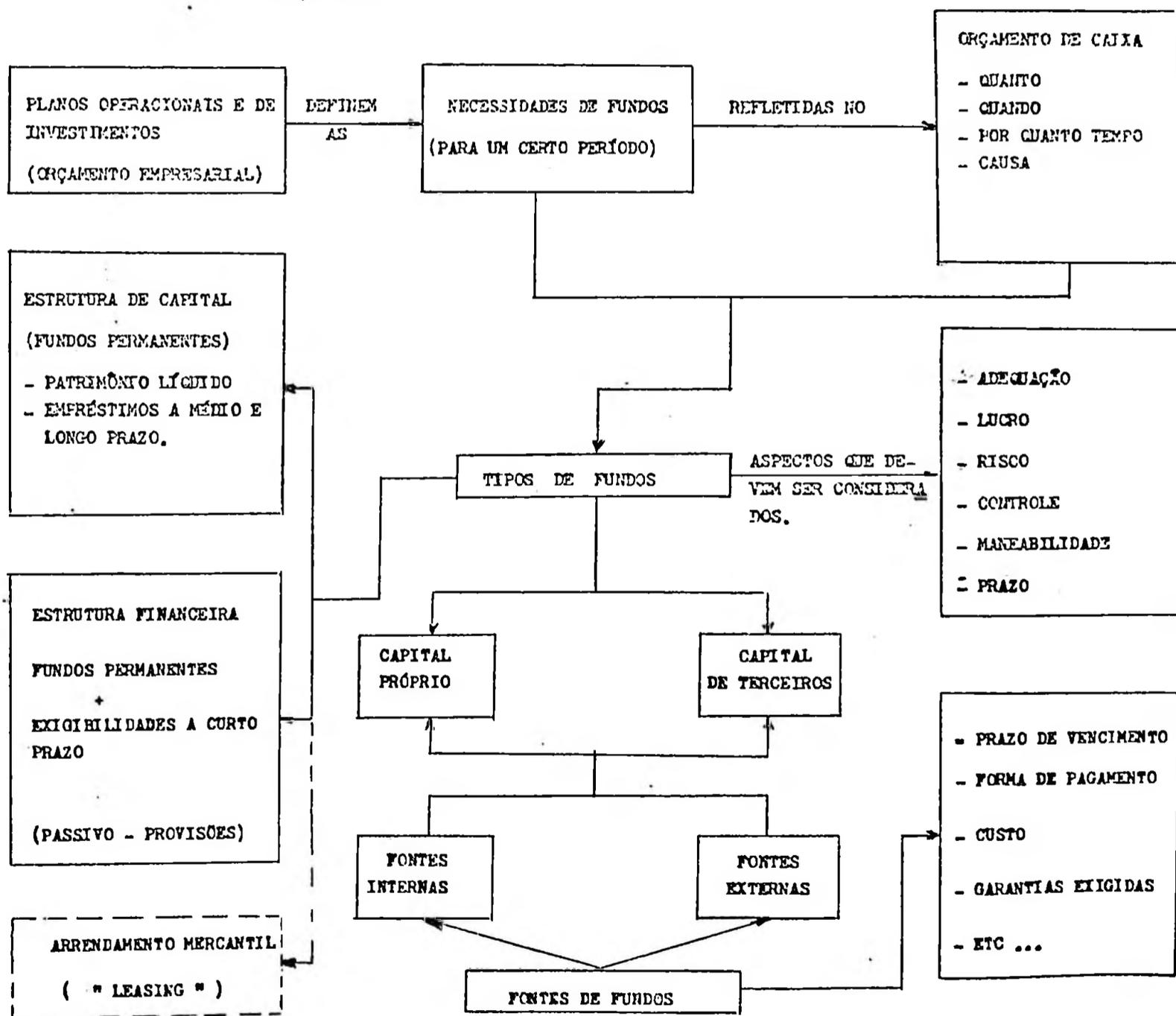
Outra classificação de mercado financeiro é aquela apresentada pelo Prof. Miguel Dirceu Fonseca Tavares e publicada pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC) em 1.971 e novamente pela Comissão Nacional das Bolsas de Valores no livro sob o seu patrocínio: Introdução ao Mercado de Ações, cujo autor é Miguel Delmas Barbosa de Oliveira.

- 
- Notas:- (1) WESTON, Fred J. e BRIGMAM, Eugene F., Administração Financeira de Empresas, Rio de Janeiro, Ed. Interamericana, 1979.
- (2) JOHNSON, Robert W., Administração Financeira, S.P., Livraria Pioneira e Ed. da Universidade de São Paulo, 1967.

SEGMENTOS	C A R A C T E R Í S T I C A S		
	PRAZOS	FIM	INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO
<pre> graph TD     MF[Mercado Financeiro] --- MC[Mercado de Crédito]     MF --- MCP[Mercado de Capitais]     MF --- MM[Mercado Monetário]     MF --- MCAMB[Mercado Cambial] </pre>	Curto, Médio e Aleatório	Financiamento do consumo e capital de giro das empresas	Bancário e não bancário
	Médio, Longo e Indetermina <u>ção</u> do	Financiamento de capital de giro, capital fixo e habita <u>ção</u>	Não-bancário
	Curto e Curtíssimo	Controle da liquidez monetária da economia e suprimentos momentâneos de caixa	Bancário e não bancário
	Curto e à vista	Transformação de valores em moeda estrangeira em nacional e vice-versa	Bancário e auxiliares(Soc. Corretoras)

Comumente na imprensa o mercado de ações — que é um segmento do mercado de capitais — é apontado como sendo o próprio mercado de capitais. Todavia, a apresentação dessa terminologia visa exclusivamente situar a atuação do empresário e do administrador financeiro na busca de recursos dentro do mercado financeiro. Note-se, também o financiamento de fornecedores e outros, que podem ser classificados como contribuições do mercado financeiro a empresa, entretantes, de um modo indireto.

Através do esquema apresentado a seguir, pode-se visualizar o mecanismo de planejamento da obtenção dos fundos necessários à empresa:



Os planos operacionais e de investimentos, cuja formalização é efetuada através dos instrumentos financeiros de orçamentos operacionais e de dispêndios de capitais, definem as necessidades de recursos para um certo período. Essa necessidade de recursos é demonstrada, praticamente, através do orçamento de caixa. O administrador financeiro através do exame do orçamento de caixa tem condições de responder às seguintes perguntas:

- . Qual o montante - "quantum" - de sobras ou necessidades de recursos ?
- . Quando ocorrerão essas hipóteses ?
- . Por quanto tempo haverá sobras ou necessidades de recursos ?
- . Qual a causa desse fato ?

As respostas a essas perguntas possibilitarão a determinação dos tipos de fundos ou recursos necessários, ou, nos casos de "superavits" de caixa, proporcionarão condições ao gerente financeiro de efetuar a aplicação dos recursos ociosos da melhor forma possível.

## 2.1- Aspectos a considerar

A determinação dos tipos de fundos condicionará a composição da estrutura financeira da empresa. Entretanto, normalmente, consciente ou inconscientemente alguns aspectos relevantes são considerados antes da determinação dos tipos de fundos.

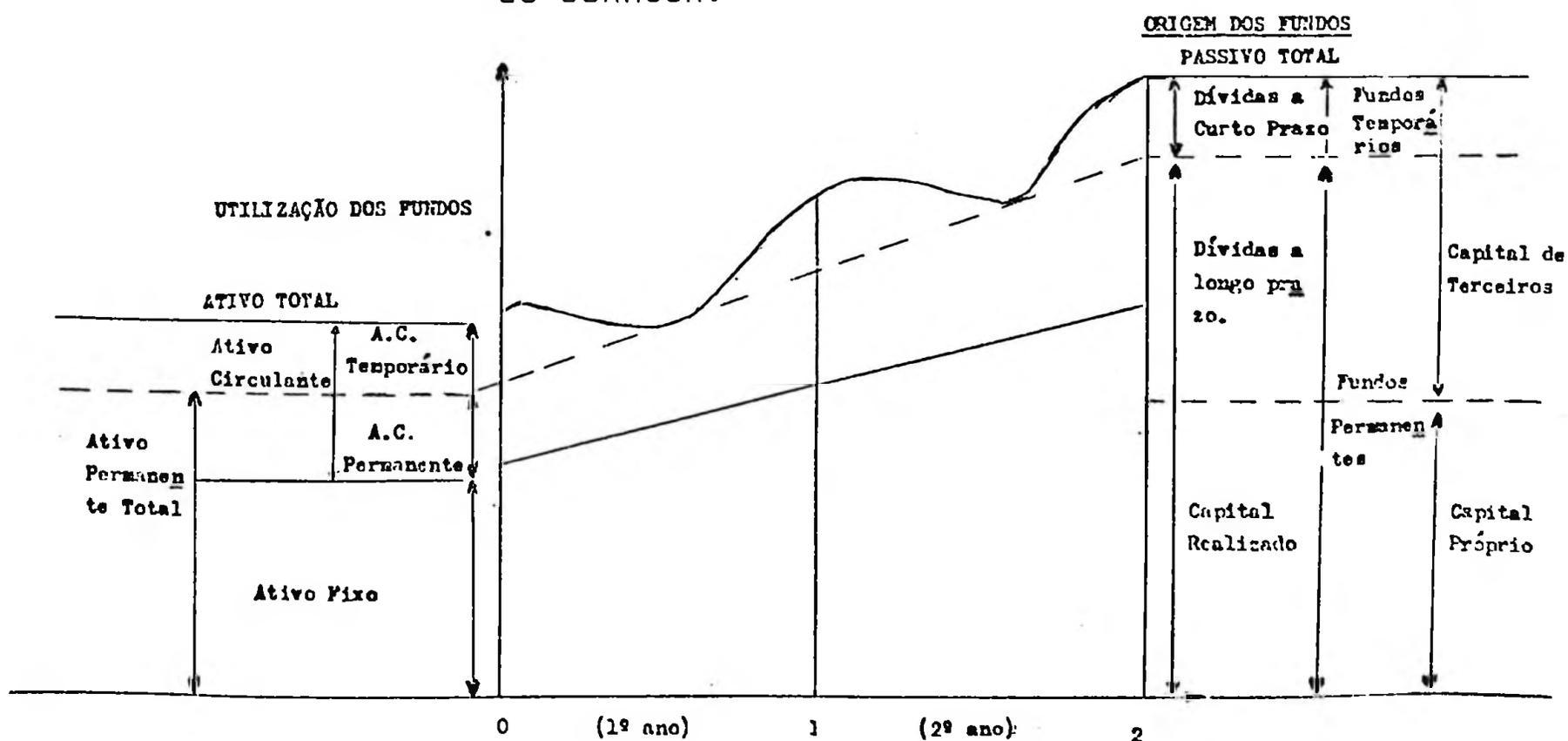
### 2.1.1- Adequação

Refere-se à compatibilidade dos tipos de fundos utilizados com a natureza do ativo financiado. A análise do orçamento de caixa e as respostas às perguntas formuladas indicarão

as causas dos "déficits" previstos. De acordo com as causas determina-se o tipo do fundo ou recurso mais adequado.

As necessidades de recursos quanto ao prazo e quanto ao montante indicarão ao administrador financeiro a espécie de financiamento que ele deverá levantar. Caso o "déficit" de caixa ocorra por um prazo curto de tempo e motivado por variações sazonais dos negócios da empresa, o administrador financeiro recorrerá a empréstimos de curto prazo. Porém, se o "déficit" de caixa se apresentar por períodos longos e motivado pelo cronograma de investimentos da empresa, não lhe restará, em termos da boa técnica, outra providência senão buscar financiamentos a prazos mais longos.

Para exemplificar, seja o caso de uma empresa que planeja uma expansão de suas atividades e, conseqüentemente, de seus ativos, para os próximos 2 anos, conforme a ilustração extraída de Johnson.



Observa-se que a empresa possui:

- Ativos Permanentes, constituídos pelo Ativo Fixo e Ativo Circulante Permanente, e
- Ativos Temporários, constituídos da parcelã do Ativo Circulante que se expande e retrae em função de influências sazonais.

Os Ativos Circulantes Permanentes constituem um certo nível de disponibilidade em Caixa e Bancos, Valores a Receber e Estoques, que não se reduzem, mesmo em períodos de recessão das atividades da empresa.

A distinção entre os Ativos Circulantes Temporários e Permanentes não se apresenta muito evidente na prática, mas se sabe que ela existe.

Os fluxos de caixa gerados pelos diferentes ativos condicionam os tipos de fundos a serem utilizados no seu financiamento.

Como regra geral tem-se que:

- os Ativos Permanentes, são financiados por dívidas a longo prazo e por recursos próprios da empresa, e
- os Ativos Temporários devem ser financiados com dívidas a curto prazo.

Exemplo: Através das receitas de vendas, a empresa recupera o custo dos produtos vendidos, onde está incluída a depreciação dos ativos fixos. Normalmente, esta recuperação do investimento em ativos fixos é bastante lenta, coincidindo com a sua vida útil.

Então, não seria prudente financiar os ativos fixos com empréstimos, cujos vencimentos ocorrerem antes de se ter recuperado a maior parte ou da totalidade do seu custo, via depreciação. Este procedimento relaciona-se com o Objetivo Liquidez.

Na prática os fluxos de caixa provenientes da recuperação da depreciação dos ativos fixos misturam-se com as demais entradas de caixa. Entretanto, permanece o fato das empresas que apresentam elevada proporção de ativos fixos, contarem geralmente com elevados montantes de fundos permanentes.

Exemplo: Quanto mais elevado for o montante dos ativos temporários, tanto maior será a necessidade de se levantar empréstimos a curto prazo. Fundos permanentes não devem ser utilizados para financiar ativos temporários, sob pena de prejudicar o Objetivo Rentabilidade. Quando os estoques e valores a receber sazonais se reduzirem, ocorrerão vultosas entradas de caixa e pode-se utilizar estes recursos para liquidar as dívidas a curto prazo contraídas para financiar estes ativos.

Se tivessem sido levantado empréstimos a longo prazo ou utilizados recursos próprios para financiar os ativos circulantes temporários, a partir da liquidação destes ativos, ficar-se-ia com recursos permanentes ociosos, que custaria juros, dividendos, etc...

### 2.1.2- Lucro

Considerando-se como um dos objetivos empresariais a maximização do valor de mercado da sociedade, um dos meios para alcançá-lo é a utilização criteriosa de capitais de terceiros, devido à possibilidade de alavancar os rendimentos para os proprietários da empresa. Esse mecanismo é conhecido como efeito de alavancagem financeira e será visto mais detalhadamente no tópico 3.3.

A fim de exemplificá-lo, seja a possibilidade de montagem de três alternativas de financiamento para uma determinada empresa.

- . Recursos a serem levantados 100 milhões de cruzeiros
- . Alternativas:
  - "A" - R\$ 50 milhões de dívidas
  - "B" - R\$ 25 milhões de dívidas
  - "C" - totalmente com recursos próprios
- . O retorno sobre o investimento é igual a 50% a.a.
- . A taxa de juros também é igual a 50% a.a.
- . A quantidade de ações na alternativa "C" é de 100 milhões.
- . A alíquota de Imposto de Renda é de 30%
- . Projeção de lucros por ação (LPA) para as três alternativas.

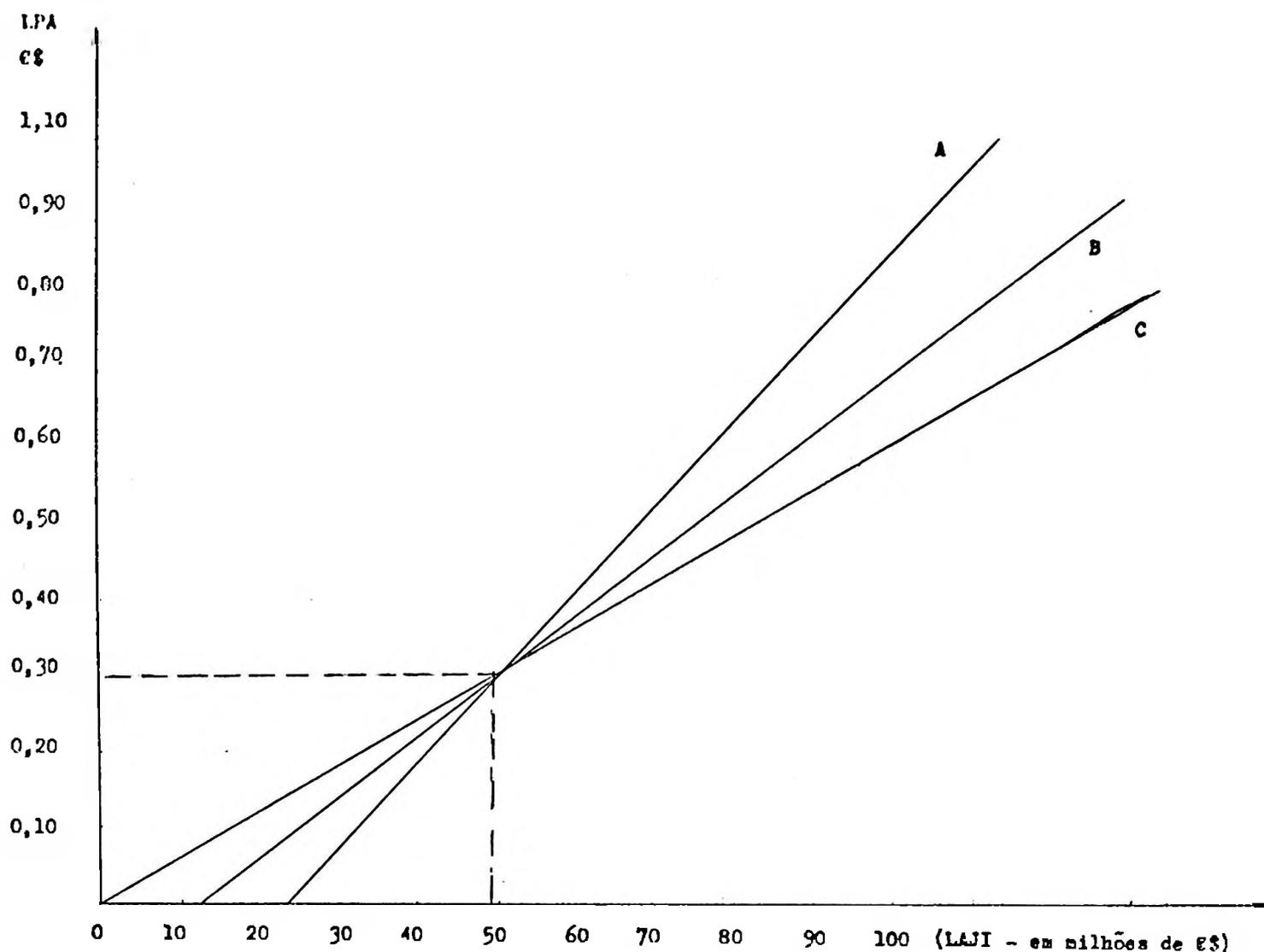
	R\$ mil, 000		
	"A"	"B"	"C"
. LAJI ou LLO (3)	50.000	50.000	50.000
. Juros	(25.000)	(12.500)	-
. Lucro Tributável	25.000	37.500	50.000
. Imposto de Renda	(7.500)	(11.250)	(15.000)
. Lucros após IR	17.500	26.250	35.000
. Qtde de ações	50 milhões	75 milhões	100 milhões
. LPA (4) (R\$/ação)	0,35	0,35	0,35

Quando o retorno sobre o investimento é idêntico à taxa de juros sobre os recursos de terceiros, não há o efeito de alavancagem financeira sendo indiferente aos acionistas em termos de lucros por ação, qualquer das três alternativas. Contudo, se houver uma expansão de negócios e a empresa começar a operar a níveis de LAJI — Lucros antes dos Juros e dos Impostos — superiores, a alternativa que redundará em mais cruzeiros por ação é justamente a que apresentar maior participação de capitais de terceiros. Resta ressaltar também o efeito mais desfavorável sobre os "LPAs" também correrá nessa alternativa, caso a empresa começar a operar abaixo do ponto de indiferença, conforme podemos constatar pelo gráfico:

---

Notas: (3) LAJI - Lucro antes da incidência dos juros e dos impostos.  
 LLO - Lucro líquido operacional

(4) LPA - Lucro por ação



O gráfico acima permite visualizar a alavancagem das três alternativas e seu reflexo no lucro por ação (LPA). Todavia, no caso brasileiro, onde proliferam as bonificações, não tem muito sentido a determinação do valor do lucro atribuído a cada ação, devido as distorções motivadas pela constante emissão de novas ações. O melhor índice, no nosso caso, seria a relação entre lucro líquido e patrimônio líquido (LL/PL).

### 2.1.3- Risco

Sabe-se que os credores e os acionistas preferenciais tem prioridade sobre os acionistas residuais, no recebimento de juros e dividendos preferenciais.

Ao se definir a estrutura financeira da empresa deve-se considerar o risco decorrente de possíveis flutuações nos lucros futuros.

Se a estrutura financeira apresentar elevada proporção de dívidas e ações preferenciais, uma queda nos resultados poderá reduzir violentamente os lucros que sobrarão para remunerar as ações ordinárias.

No caso da empresa entrar em processo de falência, a liquidação do ativo provavelmente será feita por um valor bastante inferior ao registrado pela contabilidade. Com estes recursos reembolsa-se, pela ordem, o governo, empregados, credores com garantias reais, empresas arrendatárias, credores quirografários, debenturistas, acionistas preferenciais e, por último, os acionistas comuns ou ordinários.

Haverá um grande risco de que o remanescente da liquidação do patrimônio da empresa, após reembolsar todos os credores e acionistas preferenciais, seja insuficiente para resgatar as ações ordinárias.

As preocupações do administrador financeiro - nesse sentido podem ser hierarquizadas da seguinte maneira:

- . Risco para a solvência da empresa
- . Grau de vulnerabilidade dos níveis de dividendos.
- . Grau de volatilidade nos lucros por ação

Essas preocupações podem ser demonstradas tomando-se por base a própria alternativa "A" de montagem de estrutura financeira.

	<u>Cr\$ MILHÕES</u>
• Juros sobre Cr\$ 50 milhões de empréstimos (após IR) (Cr\$ 25 milhões x 0,70)	17,5
• Amortização do empréstimo	<u>10,0</u>
Total pagamentos (ônus de caixa) (I)	<u>27,5</u>
• Previsão de Lucro Líquido (após IR)	35,0
• Depreciações contabilizadas no período	<u>2,0</u>
Total de Caixa disponível (II)	37,0
Índice de Cobertura do Ônus (II/I) = 1,35	

O administrador financeiro verifica que está operando com uma margem de segurança de caixa de 25%, ou seja, a previsão de caixa disponível pode suportar uma queda de até Cr\$ 9,5 milhões (25% de Cr\$ 37 milhões). O índice de cobertura do ônus indicaria a quantidade de cruzeiros a receber para cada cruzeiro a desembolsar. A interpretação desse índice estaria sujeita à análise do ramo de atividade da empresa, pois dependendo da atividade, e até mesmo da própria empresa, "1,35" poderia ser considerado razoável, ou não. Em qualquer caso um índice igual a "1,0" deve ser considerado crítico.

Quanto ao grau de vulnerabilidade nos níveis de dividendos, vamos supor que essa empresa normalmente distribuí Cr\$ 0,16 (dezesseis centavos) por ação.

	<u>Cr\$ Milhões</u>
. Caixa disponível	37,0
. Ônus de caixa	<u>27,5</u>
. Caixa p/dividendos (A)	<u>9,5</u>
. Qtde de ações (B)	50
. Caixa por ação (A/B)	Cr\$ 0,19 (dezenove centavos)

O pagamento do dividendo tradicional de dezesseis centavos estaria vulnerável a variações desfavoráveis, no lucro líquido operacional após o imposto de renda, superiores a Cr\$ 1,5 milhões, que constituem a margem de segurança do caixa por ação em relação ao dividendo normal.

. Caixa por ação	Cr\$ 0,19
. Dividendo normal por ação	Cr\$ 0,16
. Margem de segurança	
- por ação	Cr\$ 0,03
- total	Cr\$ 1,5 milhões

O grau de volatilidade ou de possibilidade de evaporação nos lucros por ação seria avaliado através do efeito combinado de alavancagem operacional e financeira, isto é, pela análise ou avaliação de eventualmente a empresa operar abaixo do nível de lucro líquido operacional previsto.

#### 2.1.4- Controle

A manutenção do controle acionário do proprietário ou grupo majoritário atual constitui um dos grandes óbices à abertura do capital da empresa ou então à decisão de aumentar o capital daquelas já abertas. Evidentemente, esse fato ocorre no lançamento de ações ordinárias que dão direito de voto.

O receio de admitir novos parceiros em seus negócios, ou até mesmo de perder o controle do mesmo, tem levado vários empresários a optar pelo endividamento, o que sem dúvida aumenta o grau de risco da empresa.

A nova lei das S.A.s — Lei 6.404/76 —, procurando fortalecer a estrutura financeira das empresas, alterou o limite de ações preferenciais para até 2/3 do capital, anteriormente esse limite era de 50%.

#### 2.1.5- Maneabilidade

É a capacidade da empresa em ajustar as fontes de fundos a alterações substanciais das necessidades de fundos.

A maneabilidade permite utilizar o tipo de fundos mais facilmente acessível num determinado momento, como também aumenta o poder de regateio, quando em entendimentos com um credor em potencial.

As dívidas a curto prazo permitem um ajustamento das fontes de fundos às variações sazonais do ativo circulante.

Seja o caso de uma empresa que levantou grandes empréstimos anteriormente, com elevadas taxas de juros, hipotecando seus imóveis, penhorando máquinas, equipamentos e estoques, assumindo cláusulas contratuais restritivas à sua liberdade de ação e aumentando grandemente a proporção de dívidas em relação aos recursos próprios.

Atualmente os lucros da empresa estão baixos, sendo totalmente absorvidos pelos juros contratados. O mercado financeiro está mais favorável ao levantamento de empréstimos, oferecendo taxas de juros mais baixas.

Devido ao seu comprometimento anterior, a empresa não tem condições de liquidar suas dívidas através de:

- venda de parte de seu ativo (os melhores ativos foram hipotecados e penhorados).
- levantamento de novos empréstimos em condições mais favoráveis (os credores potenciais não aprovariam os atuais índices de liquidez, de alavancagem e de rentabilidade da empresa e não contariam com ativos livres de ônus, suficientes para garantir a transação).

Restaria o recurso de lançar ações no mercado para levantar os fundos necessários à amortização dos empréstimos que atualmente estão prejudicando os resultados da empresa.

Podará ocorrer que:

- no momento, o mercado de capitais não esteja receptivo ao lançamento de novas ações, e/ou

- os índices da empresa não atraíam os investidores.

A empresa está sem alternativas, porque se precipitou anteriormente, prejudicando sua flexibilidade atual.

#### 2.1.6- Prazo

Refere-se à época mais oportuna para se obter fundos adicionais, através da contratação de empréstimos ou do lançamento de novas ações.

A capacidade de prever o comportamento futuro das taxas de juros permite à empresa levantar empréstimos nas épocas mais oportunas (juros mais baixos).

Se os lucros da empresa foram satisfatórios e o mercado estiver receptivo a novos lançamentos de ações, talvez seja aconselhável aumentar o capital neste momento, mesmo que os recursos sejam necessários somente dentro de alguns meses. Naquela ocasião, talvez o mercado não ofereça condições tão vantajosas como agora.

#### 2.2- Fontes de Fundos

Os tipos de fundos — próprios e de terceiros — também podem ser analisados de acordo com suas fontes geradoras. Essa análise é importante pois nela é revelado que a melhor fonte de financiamento de uma empre

sa deve ser suas próprias operações. A retenção de lucros sob a forma de reservas para posterior capitalização viria fortalecer a participação dos recursos próprios na estrutura financeira da empresa.

ESTRUTURA FINANCEIRA	FONTES DE FUNDOS			
	TIPOS		ORIGEM	
	PRÓPRIOS	TERCEIROS	INTERNA	EXTERNA
<u>PASSIVO CIRCULANTE E EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</u>				
- Empréstimos e Financiamentos		x		x
- Debêntures	x	x		x
- Fornecedores		x		x
- Obrigações e Provisões		x	x	x
<u>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</u>				
- Capital Social	x		x	x
- Reservas de Capital	x	x (a)	x	x
- Reservas de Reavaliação	x		x	
- Reservas de Lucros	x		x	
- Lucros ou Prejuízos Acumulados	x		x	

(a) Prêmios na emissão de debêntures, etc...

### 2.3- Estrutura financeira "ótima"

O conceito de estrutura financeira ótima — consiste na determinação do ponto no qual o custo médio do dinheiro é minimizado, e a partir do qual qualquer cruzeiro adicionado à estrutura financeira representará mais risco do que lucros — se apresenta mais como um aspecto teórico do que prático. A determinação prática deste ponto — cálculo da estrutura financeira ótima para determinada empresa — é quase que impossível.

As empresas, ao montarem sua estrutura financeira, adotam determinadas políticas de financiamento, políticas essas, baseadas em metas orçamentárias ou em padrões setoriais fixados através da observação de empresas similares ou comparáveis.

Em termos pragmáticos, alguns gerentes financeiros - deixam por conta do próprio mercado financeiro a determinação do ponto ótimo de endividamento da empresa. Partem do princípio de que enquanto o mercado estiver disposto a emprestar recursos a taxas razoáveis para a empresa, essa ainda não atingiu seu ponto ótimo e de endividamento; a partir do momento que o mercado passe a exigir taxas mais elevadas, isso significaria que a empresa já está ultrapassando esse ponto, devendo portanto, reforçar a participação de recursos próprios, ou então suspender, temporariamente, a contratação de novas dívidas. Evidentemente, essa abordagem é dinâmica e deve se adaptar ao problema de liquidez e disponibilidades enfrentados pelo mercado financeiro.

Outros pontos a considerar são os afastamentos temporários da busca da estruturação financeira otimizada. Esses afastamentos ocorrem motivados pelos aspectos - controle, quando este estiver em pauta; prazo - naquelas ocasiões em que a gerência financeira perceber a conveniência, de momento, para certos tipos de dívidas, ou ainda por aspectos favoráveis apresentados pelo mercado de capitais, para colocação de ações junto ao público investidor.

Outro motivo do afastamento da estrutura financeira - ótima estaria ligado ao tipo de administração, mais ou menos conservadora, da empresa. Neste caso, a empresa não esgotaria suas linhas de crédito, mas sim manteria certa margem de segurança em relação ao ponto ótimo, objetivando recorrer a elas em momentos de eventuais emergências.

2.4- Estrutura de Capital

O conceito de estrutura de capital da sociedade baseia-se, essencialmente, nos recursos fornecidos pelo mercado de capitais, sejam eles próprios ou de terceiros. Poder-se-ia afirmar, que todos os itens à direita do balanço são oriundos ou devidos ao mercado de capitais, evidentemente, ressalvando-se, alguns itens classificados como passivos circulantes, e cuja geração seja motivada pelas próprias operações normais da empresa.

ATIVO	PASSIVO		
	<u>PASSIVO CIRCULANTE</u> 1. EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS 2. DEBÊNTURES 3. FORNECEDORES 4. OBRIGAÇÕES FISCAIS 5. OUTRAS OBRIGAÇÕES 6. PROVISÕES	RECURSOS DE	ESTRUTURA
	<u>PASSIVO EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</u> 1. EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS 2. DEBÊNTURES 3. RETENÇÕES CONTRATUAIS 4. PROVISÕES	CAPITAIS DE	ESTRUTURA FINANCEIRA
	<u>RESULTADOS DE EXERCÍCIOS FUTUROS</u> <u>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</u> 1. CAPITAL SOCIAL 2. RESERVAS DE CAPITAL 3. RESERVAS DE REAVLIAÇÃO 4. RESERVAS DE LUCROS 5. LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS 6. AÇÕES EM TESOURARIA 7. LUCRO OU PREJUÍZO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	CAPITAL PRÓPRIO	CAPITAL

A diferença essencial entre as duas fontes passíveis de financiamentos, com capital próprios ou de terceiros, reside no prazo em que os fundos estão à disposição da empresa. Na verdade, a empresa pode ser encarada como uma entidade com financiamento integral independentemente da origem dos recursos — de acionistas ou de instituições financeiras —.

A idéia de entidade totalmente financiada torna-se .. mais evidente ao se considerar uma administração profissional, onde o corpo diretivo tem que prestar conta de todos os seus atos aos acionistas.

O administrador profissional, devido a necessidade ulterior de prestação de contas, leva em consideração as características dos fundos ao estruturar os capitais de uma empresa, confrontando as vantagens proporcionadas no fluxo de caixa pelos fundos próprios em relação às dos de terceiros.

#### CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS DE TERCEIROS

Negativas	{	. Pagamentos obrigatórios
		. Vencimento das obrigações
Positivas	{	. Não participam da administração
		. Menor custo explícito
		. Efeitos de alavancagem

#### CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS PRÓPRIOS

Positivas	{	. Pagamentos facultativos
		. Sem vencimento
Negativas	{	. Voz ativa na administração
		. Maior custo implícito
		. Não há alavancagem (1)

---

Nota: (1) Não considerando custos de oportunidade e nem o critério de se imputar taxas de retornos mínimas ao capital próprio.

Em última análise, poder-se-ia afirmar que se trata da constatação prática do dilema do administrador financeiro, proposto por Johnson em sua "Introdução à Administração Financeira": LIQUIDEZ VERSUS RENTABILIDADE.

Essa conclusão é devida, exclusivamente, ao peso na decisão dos fatores econômico-financeiros. Todavia, o aspecto controle, quando em pauta, subverterá, evidentemente, a atitude final.

O custo do capital acionário é maior do que o do capital de terceiros. Esse fato, em conjunto com outros inerentes ao nosso mercado financeiro, dentro de um comportamento racional, tem levado vários empresários a preterir a prestação de recursos dos acionistas. O custo implícito dos fundos próprios — não contabilizado — leva em consideração a expectativa de lucros dos acionistas. Essa expectativa é traduzida pela possibilidade de valorização das ações e também pelo recebimento dos dividendos.

Abstraído-se desse custo implícito, e examinando o assunto de uma forma explícita, tem-se que aceitar a evidência de que o capital de terceiros apresenta um custo menor para a empresa, quer seja pelos efeitos do imposto de renda, quer seja pela existência de recursos de terceiros — na estrutura financeira — a custo zero, favorecendo o custo médio ponderado desses recursos.

Além, dessas considerações de custos menores o empresário saberá avaliar, com eficácia, o efeito de alavancagem dos recursos de terceiros. E por último, mas não menos importante, tem-se que levar em conta a existência de créditos subsidiados favorecendo a decisão de não utilizar recursos próprios.

## 2.5- Conceito de Ação

O conceito de ação está diretamente ligado ao conceito de sociedades anônimas. No Brasil, essas sociedades já eram regulamentadas antes mesmo da promulgação do Código Comercial de 1.850 (1).

Até o advento da Lei nº 3.150 de 04 de novembro de 1.882, regulamentada pelo Decreto nº 8.821 de 30 de dezembro do mesmo ano, essas sociedades para serem constituídas necessitavam de autorização governamental. Posteriormente, o Decreto nº 434 de 04 de julho de 1.891, consolidou as normas e dispositivos que regiam essas sociedades.

Essa regulamentação, conforme Fran Martins, com pequenas alterações, vigorou até 25 de setembro de 1.940 quando foi baixado o Decreto-Lei 2.627, que refletia em seus dispositivos a situação econômica vigente no início da década de 1.940 — e para a qual a legislação de 1.891 não mais atendia —. O Decreto-Lei 2.627 incorporou princípios e conceitos que o destacaram como uma das leis, sobre o assunto mais avançadas para a época. Tanto que vigiu por quase 40 anos — salvo regulamentações instituídas pelas leis que estruturaram o Sistema Financeiro Nacional em 1.964—, as quais procuravam facilitar o acesso das sociedades anônimas às poupanças particulares.

Todavia, esse intento a nosso ver, somente foi alcançado com a promulgação da Nova Lei das Sociedades Anônimas, cujo anteprojeto foi preparado pelos juristas Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões e promulgado pelo Governo em 15 de dezembro de 1.976, a qual veio atender às necessidades da grande empresa e se constitui num documento de marcante atualidade (2).

---

Notas:- (1) MARTINS, Fran. Comentários à lei das Sociedades Anônimas - Vol. 1 - Rio de Janeiro, Forense, 1977, primeira edição.

(2) Idem

A Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1.976 — nova Lei das S.A.s, como ficou conhecida — além de apresentar inovações jurídicas importantes também apresentou profundas inovações no que se refere às demonstrações financeiras e ao seu conteúdo, bem como aos princípios contábeis estabelecidos (3).

A nova lei em seu artigo 1º assim caracteriza a Companhia ou Sociedade Anônima:

" A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas".

Pode-se, portanto, inferir o conceito de ação como sendo a menor fração do capital de uma companhia ou sociedade anônima (4).

A presente lei, ao admitir a existência de ações sem valor nominal, incorporando princípios da legislação americana, inovou em relação ao Decreto-Lei nº 2.627, o qual determinava que todas as ações tivessem o mesmo valor nominal — o qual é obtido através da divisão do montante de capital pela quantidade de ações —.

---

Notas: (3) IUDÍCIBUS, Sérgio de - Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações, S.P., Ed. Atlas, 1979, primeira edição.

(4) O novo Dicionário da Língua Portuguesa de Aurélio Buarque de Holanda Ferreira, define ação como sendo: Título de propriedade, negociável, representativo de uma fração do capital de uma sociedade anônima: papel.

— Esta definição também foi inovada pela nova Lei, pois com a instituição da ação escritural, o conceito de ação não está mais ligado a um título ou papel —

As ações foram totalmente regulamentadas, através do capítulo III da citada lei; neste trabalho utilizou-se as classificações constantes na Lei, ou seja:

- |                                 |   |   |
|---------------------------------|---|---|
| a) Quanto ao valor nominal (VN) | $\left\{ \begin{array}{l} \text{Com Valor Nominal} \\ \text{Sem Valor Nominal} \end{array} \right.$ |   |
| b) Quanto à espécie             |   | $\left\{ \begin{array}{l} \text{Ordinárias} \\ \text{Preferenciais} \\ \text{de Fruição} \end{array} \right.$ |
| c) Quanto à forma               | nominativas   |   |
|                                 | portador  |   |

Complementando, de acordo com Fran Martins, (5) "as ações são unidades do capital da sociedade, conferindo aos seus proprietários o direito de participação nas mesmas. Afora esse significado, que é o que mais propriamente caracteriza a ação, dá-se ao termo, igualmente, o de que ação consiste nos direitos que o sócio tem em relação à sociedade".

Fran Martins foi muito feliz nessa afirmação ao dissociar o conceito de ação do título ou papel, pois este somente atesta a participação, não gerando direitos por si mesmo. A existência do título é decorrente, primeiramente, da posse de uma ação, a qual, esta sim, confere o direito de participação na sociedade.

---

Nota:- (5) MARTINS, Fran, Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, vol. 1, Rio de Janeiro, Forense, 1977, primeira edição.

2.6- Ação Ordinária

As ações quanto à espécie podem ser: ordinárias, preferenciais ou de fruição.

Essa classificação levou em consideração a natureza dos direitos ou vantagens conferidas a seus titulares.

Neste tópico analisa-se especificamente as ações ordinárias, as quais na companhia fechada (1) também poderão ser de uma ou mais classes.

As ações ordinárias são também denominadas comuns ou residuais, pois os titulares de ações ordinárias são, em última análise, os proprietários residuais de uma sociedade anônima (2). Além disso, e principalmente, detêm a posse da firma e assumem todos os riscos associados à propriedade.

Já, Fran Martins vai mais além ao afirmar:

"As ações ordinárias são as que conferem aos seus possuidores a plenitude dos direitos de sócios. Assim, além do direito de participar dos lucros da sociedade, do acervo da companhia, no caso de liquidação, de fiscalizar, na forma prevista na lei, a gestão dos negócios sociais, terão os acionistas preferência na subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição"...

---

Notas: (1) A Lei 6.404 de 15/12/1976 definiu: art. 4º a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de balcão. Acrescentando, em parágrafo único - Somente os valores mobiliários de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários, podem ser distribuídos no mercado e negociados em bolsa ou no mercado de balcão.

(2) VAN HORNE, James C. - Política e Administração Financeira, Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos, São Paulo, Ed. da Universidade de São Paulo, 1975.

Os acionistas proprietários de ações ordinárias, basicamente, são os proprietários da sociedade, cabendo a eles decidirem o seu futuro, devido principalmente, ao direito de voto conferido às ações ordinárias.

Flink e Grunewald em seu livro "Managerial Finance" listam os seguintes direitos conferidos aos proprietários de ações ordinárias:

- . Votar em todas as decisões importantes para sua posição de proprietário da empresa.
- . Participar dos lucros ou prejuízos da firma.
- . Preservar sua participação na propriedade da empresa.
- . Receber o patrimônio líquido ou valor residual, no caso de liquidação da firma".

A Lei 6.404, entretanto, dispôs que o direito de voto, embora reservado em geral às ações ordinárias ou comuns, só pode ser exercido caso essas ações sejam revestidas de forma nominativa ou escritural.

Apesar dessa restrição imposta pela Lei atual ser objeto de críticas de alguns juristas (3), as ações ordinárias ao portador, na prática, mantêm seu atrativo junto aos acionistas, pois, caso o estatuto o permitir, o que na maior parte dos casos se verifica — o acionista caso quiser votar nas Assembléias Gerais Extraordinárias, cuja pauta for de seu interesse, poderá converter a forma de suas ações, transformando-as em ações nominativas, exercer o direito do voto, e posteriormente, convertê-las novamente, em ações ao portador (4).

---

Notas:- (3) O próprio Fran Martins em seus "comentários à Lei das S.A.s", objeta: "Em geral as ações comuns ou ordinárias têm, igualmente, o direito de voto. Essa é uma regra quase sempre admitida nos diversos sistemas jurídicos, o que torna, inclusi-

A participação das ações ordinárias no total de ações em que está dividido o capital da companhia ou sociedade anônima, pela nova lei, pode ficar circunscrito a somente um terço do total de ações da empresa. Na exposição de motivos nº 196 de 24 de junho de 1.976 do Ministério da Fazenda, foram apontadas como razões para a instituição dessa medida, os considerandos:

" . a orientação geral do Projeto, de ampliar a liberdade do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da sua empresa;

---

Nota: (3) ve, esse direito uma das características de tais ações. A lei atual, entretanto, de um certo modo subverte esse princípio, ao estipular que somente as ações nominativas poderão ter direito ao voto (art.112) A nova norma, instituída pela lei, de dar o direito de voto apenas às ações nominativas, apesar do art.110 estabelecer que: "a cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da sociedade", no nosso entender dificulta grandemente a existência de ações ordinárias ao portador, já que o fato de declarar a lei que a ação ordinária tem direito a um voto, parece mostrar deva ser essa sempre uma ação votante. Deixando as ações ordinárias ao portador de ter o direito de voto, coloca-se os possuidores de tais .. ações numa injusta posição de desigualdade de perante os demais acionistas, sabendo-se que a retirada do direito de voto às ações preferenciais é compensada pelas vantagens especiais de que gozam tais ações. Já os portadores de ações ordinárias ao portador, perdendo o direito de voto, não terão nenhuma preferência na distribuição de dividendos ou prioridade no reembolso do capital, passando a ser, assim, meros prestadores de capital à sociedade, o que faz com que não haja nenhum interesse por parte dos acionistas para a subscrição ou aquisição de ações dessa espécie de forma.

(4) A ação ao portador, no nosso mercado acionário, goza de maior liquidez que as ações nominativas.

- . o objetivo de facilitar o controle, por empresários brasileiros, (5) de companhias com capital distribuído no mercado;
- . a conveniência de evitar a distribuição, na fase inicial de abertura de capital de companhias pequenas e médias, de duas espécies de ações, em volume insuficiente para que atinjam grau razoável de liquidez".

Esse dispositivo, por outro lado, em termos de controle, assegura aos grupos detentores de 16,7% das ações componentes do capital da empresa seu completo domínio sobre os destinos da sociedade (6).

A ação ordinária possui também a propriedade de amortizar os prováveis prejuízos da empresa, funcionando como margem de segurança aos credores e acionistas de ações preferenciais, visto que estes têm prioridade de recebimento no caso de liquidação da sociedade. Os acionistas comuns, também neste caso, seriam os últimos a receber o que tiverem direito e na mesma proporção de sua participação no total de ações ordinárias, configurando, evidentemente, sua condição de acionistas residuais.

---

Notas:- (5) Se bem que a recíproca também é verdadeira.

(6) Como bem lembra Fran Martins: Isso, de modo normal, admitindo-se que os acionistas possuidores de ações de controle compareçam, todos, às assembleias gerais.

## 2.7- Dividendos

O Decreto-Luí nº 2.627 de 28 de setembro de 1.940, já considerava o direito do acionista participar nos lu cros da sociedade como um direito intangível, do qual nem o estatuto social e nem a assembléia geral pod ria privá-lo (1).

Esse decreto, entretanto, atribuía à maioria dos acio nistas, reunidos em assembléia geral, poder para resol ver sobre a distribuição do dividendo e a fixação de seu montante na hipótese de ser omissa o estatuto.

Todavia, observava-se na prática a sub-destinação de lucros a título de dividendo, o que redundava na capitalização constante e contínua dos lucros sociais, em detrimento da minoria acionária que aspirava o recebimento de rendimentos na forma de dividendos. Por outro lado, as empresas ao proceder deste modo, estariam prejudicando, a médio e a longo prazo, o aporte de novos recursos acionários — por parte dos minoritários —, o que sem dúvida prejudicava os aumentos de capital por subscrição, gerando grandes parcelas de sobras de subscrição, devido à falta de interesse, dos minoritários, em participar dos aumentos de capital. Em decorrência dessa política os aumentos de capital, por subscrição, tinham que ser mais espaçados e, em muitos casos, não atendendo às necessidades de expansão da empresa (2).

Procurando corrigir essa situação, a Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1.976 introduziu a obrigatoriedade legal do dividendo mínimo, objetivando tornar efetivamente a ação uma aplicação de renda variável e diretamente relacionada ao desempenho da empresa.

---

Notas:- (1) Dl. 2.627 - art.78 - letra a

(2) Provavelmente essa seja uma das grandes causas do endividamento empresarial, do qual trataremos no próximo capítulo.

O art. 201 da Lei 6.404 dispôs que a companhia somente pode pagar dividendos à conta do lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reservas de lucros e excepcionalmente à conta de reservas de capital (3), no caso de ações preferenciais com prioridade na distribuição do dividendo cumulativo, no exercício em que o lucro for insuficiente.

Deste modo, ficou bastante claro que a empresa só poderá pagar dividendos se houver lucros no exercício, ou de exercícios anteriores; lucros esses acumulados ou já contabilizados como reservas (4). O Manual de Contabilidade das S.A.s (5) assim dispôs a respeito:

" A Lei 6.404 regula a forma de distribuição de um dividendo mínimo obrigatório, com o objetivo principal de proteger os acionistas. Assim é que cada companhia deve, em cada exercício, distribuir uma parcela dos lucros, a título de dividendo obrigatório, de acordo com o que estiver estipulado no estatuto. Este pode defini-lo como sendo uma porcentagem dos lucros do ano, ou do capital social, ou do patrimônio líquido, etc... , ou fixar qualquer outro critério desde que não submeta o dividendo ao arbítrio da administração ou da maioria da assembléia".

---

Notas:- (3) O Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações (5) caracteriza: Reservas de Capital são constituídas com valores recebidos pela companhia e que são transitaram pelo Resultado como Receitas. Isso significa valores de cunho estritamente não operacional.

(4) A única reserva que não pode ser destinada ao pagamento de dividendos é a Reserva Legal, cuja finalidade é assegurar a integridade do capital social e somente poderá ser utilizada para compensar prejuízos ou aumentar o capital.

(5) IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu e GELBCKE, Ernesto R, Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações, S.P., Ed. Atlas, 1979, primeira edição, terceira - tiragem.

Quando o estatuto da companhia for omissivo quanto à parcela do lucro de cada exercício que deverá ser distribuída a título de dividendo, o acionista terá direito a metade (6) do lucro ajustado, como discriminado abaixo:

Lucro Líquido do Exercício	x
(-) Parcela de lucros destinada à constituição de Reserva Legal.	(x)
(-) Valor destinado à formação de Reserva para Contingências (7)	(x)
(+) Reversão da Reserva para contingências formada em exercício anterior, se nesse exercício tiver ocorrido a perda ou tiverem deixado de existir as razões que levaram à sua constituição	x
(-) Valor transferido para a conta de Reserva de Lucros a Realizar (8)	(x)
(+) Lucros constantes da Reserva de Lucros a Realizar formada em exercícios anteriores e que se realizem no exercício.	<u>x</u>
Lucro ajustado (Base p/cálculo do dividendo)	<u><u>xx</u></u> "

Notas:- (6) Art. 202 § 2º - Quando o estatuto for omissivo e a assembléia geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado - nos termos acima.

(7) Essa reserva visa preservar o patrimônio da empresa nos casos em que se julga provável a ocorrência de alguma perda ou prejuízos operacionais, cujos valores possam ser estimados. Esta precaução leva à não distribuição de lucros, a título de dividendos, devido à possibilidade de provisão de perdas cíclicas, como por exemplo: geadas, secas, cheias e outros fenômenos naturais, que porventura a empresa esteja sujeita, bem como a probabilidade quase certa de algum prejuízo operacional iminente.

As ações de acordo com suas espécies e de acordo com as vantagens de ordem pecuniária que oferecem aos seus titulares, apresentam as seguintes características:

Ações ordinárias: têm direito, pelo menos, ao dividendo mínimo obrigatório.

Ações preferenciais: como veremos no próximo capítulo têm preferência na distribuição dos dividendos, de acordo com os regimentos dos estatutos. Contudo, nem mesmo o próprio estatuto pode lhes retirar a condição prioritária de recebimento, em relação às ordinárias, dos dividendos e dos valores realizados por ocasião da liquidação da empresa. O dividendo prioritário assim pode ser exposto:

Dividendo Prioritário	Fixo	Em regra	<ul style="list-style-type: none"> <li>. não cumulativo</li> <li>. não participante dos lucros remanescentes</li> </ul>
		por disposição estatutária	<ul style="list-style-type: none"> <li>. cumulativos</li> <li>. participantes dos lucros remanescentes</li> </ul>
	Mínimo	Em regra	<ul style="list-style-type: none"> <li>. não cumulativo</li> <li>. participante dos lucros remanescentes</li> </ul>
		por disposição estatutária	<ul style="list-style-type: none"> <li>. cumulativos</li> <li>. não participante dos lucros remanescentes</li> </ul>

Nota:- (8) Essa reserva destina-se a contabilizar a parcela de lucros ainda não realizada financeiramente, e logicamente, a evitar distribuição de dividendos sobre lucros econômicos que ainda não contribuíram para um aumento no ativo circulante da firma.

O art.203 da Lei 6.404 assegura o direito dos acionistas preferenciais de receber dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados, se cumulativos, independentemente da formação de reservas estatutárias (art. 194), reservas para contingências (art. 195), retenção de lucros — com vistas a investimento de acordo com orçamento de capital (art. 196), reservas de lucros a realizar (art. 197) e dividendo obrigatório (art. 202).

Diante deste artigo tem-se perfeitamente assegurado que os conceitos de dividendos obrigatórios estão diretamente ligados às ações ordinárias e as normas que ditam o regime de sua distribuição não prevalecerão para prejudicar o direito à prioridade de dividendos fixos, mínimos e cumulativos que tenham sido atribuídos às ações preferenciais pelo estatuto social (9).

Em conclusão, pode-se também inferir:

- . a formação de reservas especiais estatutárias somente poderão ser efetivadas no exercício em que sejam atribuídos os dividendos fixos ou mínimos, quando previstos no estatuto, às ações preferenciais e após a determinação do dividendo obrigatório (10),
- . a formação de reservas para contingências somente poderão ser efetivadas no exercício em que sejam atribuídos os dividendos fixos ou mínimos, quando previstos no estatuto, às ações preferenciais (11),

---

Notas:- (9) MARTINS, Fran - Comentários à Lei das S.A.s - vol.2, pág. 739 e Exposição de Motivos nº 196 de 24 de junho de 1.976

(10) Art. 198 da Lei 6.404/76

(11) Art. 203 da Lei 6.404/76

- . a retenção de lucros somente poderá ser efetiva da, após o atendimento dos dividendos fixos ou mínimos e também após o atendimento do dividendo obrigatório (12),
- . as reservas de lucros a realizar podem ser constituídas sem consideração para com o dividendo obrigatório, porém ficarão adstritas à prioridade da distribuição dos dividendos atribuídos às ações preferenciais,
- . o total das reservas de lucros (13) não poderá ultrapassar o capital social; atingido esse limite a assembleia deliberará sobre a aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social, ou mesmo, na distribuição de dividendos (14).

A lei faculta às sociedades fechadas, dependendo de decisão da assembleia geral dos acionistas, a possibilidade de distribuir dividendos inferiores ao nível mínimo obrigatório, e até mesmo sua retenção total. Essa deliberação, para ser válida precisa a aprovação unânime de todos os acionistas presentes à assembleia.

---

Notas:- (12) Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações - pag. 349.

(13) As reservas de lucros são constituídas pelas contas de: Reserva Legal, Reservas Estatutárias, Reservas para Contingências, Reserva de lucros a realizar, Reserva de lucros para expansão, Reserva especial para dividendo obrigatório não-distribuído e Reserva especial de lucros - Ajuste de investimentos, conforme Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações - pag. 339.

(14) Não integrarão esse total as reservas para contingências e de lucros a realizar (art. 199).

### 2.7.1- Política de Dividendos

As empresas, ao decidirem a distribuição ou retenção de resultados, estarão exercendo aquilo que se convencionou chamar de aplicação da política de dividendos. O objetivo básico de uma política de dividendos é maximizar, a longo prazo, a riqueza da maioria dos proprietários da empresa.

A nova Lei das S.A.s, ao disciplinar o dividendo obrigatório, incisivamente impôs a adoção de uma política de dividendos definida estatutariamente, conforme observamos através da leitura do § 1º do art. 202.

" O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da minoria".

Em termos de teoria financeira, a fixação de uma política de dividendos deve primeiramente atentar para as regras legais pelas quais os dividendos serão pagos à conta dos lucros do ano corrente ou de anos anteriores (15). Esse princípio visa proteger os credores da empresa — o capital da empresa serve de garantia e como margem de segurança de absorção de prejuízos aos credores — e, nos casos de insolvência também a empresa não pode distribuir dividendos, pois caso o fizer, estará distribuindo bens pertencentes a terceiros.

---

Nota:- (15) No caso do Brasil a Lei nº 6.404/76 — art. 17, § 5º — admite como única exceção o pagamento dos dividendos de ações preferenciais, com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital.

A Lei das S.A.s também admite o não pagamento do dividendo obrigatório por motivos de liquidez (§ 4º e 5º do art.202), porém devendo fazê-lo assim que o permitir a situação financeira.

Outros fatores são considerados e serão mais ou menos relevantes, dependendo do determinado momento vivenciado pela empresa, ou mesmo até dependendo da natureza da firma.

Os pontos relevantes a considerar poderiam ser classificados de acordo com sua preponderância interna ou externa à empresa. A preponderância interna estaria indelévelmente ligada à definição da estrutura financeira da empresa, através da retenção de lucros.

#### Fatores Internos

- Capacidade de expansão da empresa
  - . Expansão acelerada
  - . Expansão normal
  - . Expansão negativa
- Contratos de empréstimos ou de arrendamento mercantil com cláusulas restritivas.
- Alterações na estrutura financeira - capitais próprios ao invés de capitais de terceiros.

#### Fatores Externos

- Manutenção do controle
- Oportunidade de investimento mais compensadoras para os acionistas.
- Imposto de Renda da Pessoa Física (Recuperação de Ações e Bonificações).
- Mercado de capitais favorável à empresa
- Acionistas institucionais
- Disposições legais para retenções de lucros

Capacidade de expansão da empresa: as empresas, dependendo de sua idade, maturação e até mesmo do tipo de produto, terão mais ou menos necessidade de recursos. As empresas em processo de expansão tendem a reter lucros para investimento. As empresas que mantêm suas operações acompanhando o crescimento geral da economia não necessitarão de tantos recursos adicionais e poderão, devido a isso, traçar uma política de distribuição de dividendos .. dentro do esperado por seus acionistas. As empresas que não têm perspectivas de investimento poderão, por outro lado, proporcionar um nível maior de dividendos, mantendo o mínimo de retenção de lucros suficiente somente para o reaparelhamento de equipamentos, não cobertos pela depreciação, e outros pequenos investimentos.

Contratos de empréstimos ou de arrendamento - mercantil: Weston e Brigham (16) citam a existência no mercado americano de contratos com restrições, quanto a pagamento de dividendos, sendo essas restrições frequentes em contratos de empréstimos ou de arrendamento a longo prazo.

Alterações na estrutura financeira: A decisão de retenção algumas vezes é devida à vontade de substituir capitais de terceiros por capitais próprios gerados internamente dentro da empresa.

---

Nota:- (16) WESTON, Fred J e BRIGMAN, Eugene F., Administração Financeira de Empresas, Rio de Janeiro, Ed. Interamericana, 1979.

Manutenção do controle: O aspecto controle também pode influenciar a decisão de distribuição de lucros. A opção em financiar a empresa com recursos próprios retidos, ao invés de utilizar a possibilidade de periodicamente levantar fundos por subscrição, deve-se, ao rejeio de eventual diluição ou disseminação de ações ordinárias — com direito ao voto — no mercado de capitais (17).

Oportunidades de investimentos mais compensadores: A empresa não deve reter fundos para investir em projetos que rendam retornos inferiores aos que os acionistas poderiam obter de investimentos externos. Caso os acionistas obtiverem em suas opções externas retornos maiores do que aqueles proporcionados pela empresa, é aconselhável a distribuição de grande parcela de seu lucro. Essa premissa é primordial para a política de maximização da riqueza da maioria dos proprietários da empresa. A maximização da riqueza dos proprietários deve ser alcançada em termos de longo prazo e é refletiva também através da própria valorização das ações da empresa através da expectativa de lucros. Essa política de distribuição de dividendos é aplicada quando a empresa .. apresenta crescimento abaixo da expansão econômica geral, ou mesmo em situações de declínio.

---

Nota:- (17) A Lei das S.A.s — 6.404/76 — instituiu a prática de aumentar a participação das preferenciais até 2/3 do capital da empresa visando o fortalecimento da empresa nacional.

Imposto de Renda da Pessoa Física: Como corolário da política de maximização de riqueza dos acionistas, o administrador financeiro deve atentar para os efeitos da distribuição de dividendos em relação à retenção de lucros, pois a retenção de lucros traduzir-se-á em valorização da ação e constituirá um ganho de capital que é isento de imposto de renda. Outra forma de proporcionar um ganho de capital ao acionista é a bonificação em ações — com a manutenção do valor real do dividendo por ação —, a qual poderá ser realizada em bolsa proporcionando ganhos isentos de imposto de renda.

A bonificação em ações, devido fatores essencialmente comportamentais do mercado, geralmente, proporciona elevação nas cotações, caso a distribuição satisfizer a expectativa da maior parte dos investidores e especuladores. Quando a bonificação é dada por motivos técnicos caracterizando uma operação de "split" — maior diluição do capital a fim de proporcionar melhor liquidez às ações e descrisitalização acionária —, geralmente, também ocorre elevação no valor total das ações após o "split".

A operação de recompra de ações (18) também proporcionará ao acionista um ganho de capital, porém a empresa deverá efetuar essa operação da forma mais clara possível (19), a fim de não causar insegurança aos acionistas, pois o pânico viria deprimir o preço das ações.

---

Notas:- (18) Para mantê-las em tesouraria — artigo 182 § 5º da Lei 6.404/76 — ou para resgate conforme Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações — pág.331. A Comissão de Valores Mobiliários através da Instrução 10, de 14.02.80, dispôs sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão.

(19) "Disclosure"

Mercado de Capitais favorável: Considerando a receptividade às chamadas de capital, a empresa pode efetuar distribuições de resultados de forma mais tranquila, pois de antemão já conhece a receptividade a novas chamadas de capital. Todavia, tem que levar em consideração os custos operacionais de cada subscrição.

No Brasil, as subscrições de ações novas proporcionam incentivos fiscais aos acionistas. Esses incentivos traduzem-se em abatimentos do imposto de renda a pagar no exercício seguinte ao da aplicação, ou seja, do ano-base. Considerando este fato, várias empresas programam suas chamadas de capital para o segundo semestre de cada ano e proporcionam ao acionista a possibilidade de integralizar as ações de forma parcelada, sendo que a última parcela, geralmente, vence no mês de dezembro.

Acionistas institucionais: A existência de acionistas institucionais — seguradoras, fundos, fundações, etc... — e aumento dos recursos destinados à aplicação no mercado de capitais tem levado muitas empresas a adotarem políticas estáveis de distribuição de dividendos a fim de proporcionar aos acionistas — principalmente institucionais — um fluxo contínuo e estável de dividendos. Esse critério, em contra-posição ao de distribuir dividendos com base em taxas constantes sobre os lucros, inspira aos acionistas confiança maior na administração da empresa e elimina os fatores de incerteza quanto aos cruzeiros por ação a serem pagos sob a forma de dividendos.

As empresas que apresentam lucros variáveis e adotam a sistemática de dividendos estáveis, podem lançar mão de distribuições esporádicas

de resultados, São as bonificações em dinheiro ou dividendos suplementares ou extras. Essas distribuições assumem caráter de aleatoriedade de forma a não criar expectativas quanto à sua continuidade.

#### 2.7.2- Pagamento de Dividendos

Novamente a Lei 6.404/76 — Lei das S.A.s — dispôs de forma explícita quanto ao pagamento de dividendos. Essas disposições estão contidas no art. 205:

" A companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação".

Em termos práticos os dividendos estão declarados através da aprovação das contas do exercício e da proposta de distribuição de resultados elaborada pelo Conselho de Administração e/ou Diretoria e apresentada à Assembleia Geral dos Acionistas.

A data da assembleia tem que ser comunicada às bolsas de valores juntamente com a proposta de dividendos. Esse fato é considerado relevante e pode influenciar a decisão dos investidores em comprar ou desfazer-se de sua posição acionária.

A bolsa, de posse desse comunicado, fixa as normas de negociação das ações da empresa. A partir da data da assembleia, as negociações de ações nominativas passam a ser negociadas ex-dividendos, ou seja, isso indica que aos acionistas e aos compradores de negócios efetuados até aquela data serão pagos os dividendos. As ações ao portador a bolsa fixa negociações, por um determinado período, com e ex-dividendos (20), pois com esse procedimento, garante-se a liquidez para essa forma de ações, tanto para os acionistas que já exerceram seus direitos, recebendo os dividendos, quanto àqueles que ainda não usufruíram desse direito — por conveniências especulativas ou por desinteresse em auferir esse tipo de rendimento —.

Como foi visto anteriormente, os dividendos, em geral, são taxados enquanto que os ganhos de capital não o são. Porém, esse não é o único motivo que leva o acionista a se desfazer de suas posições com dividendos podendo-se citar como exemplos, a demora em recebê-los devido às exigências operacionais de processamento dos pagamentos pela empresa, ou até mesmo pela morosidade dos serviços de custódia de títulos.

---

Nota:- (20) Só que a negociação é fixada "com e ex" somente após a empresa iniciar o pagamento dos dividendos. Tem-se então uma dicotomia operacional no mercado, as nominativas são "ex-dividendo" e as ao portador "com-dividendos" dentro do prazo compreendido entre a declaração e o pagamento do dividendo. A Lei 6.404/76 — art.205 § 3º — assim dispôs a respeito:

"O dividendo deverá ser pago, salvo deliberação em contrário da assembleia geral, no prazo de 60 (sessenta) dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social". Esse fato atinge o princípio de livre conversibilidade de formas de ações.

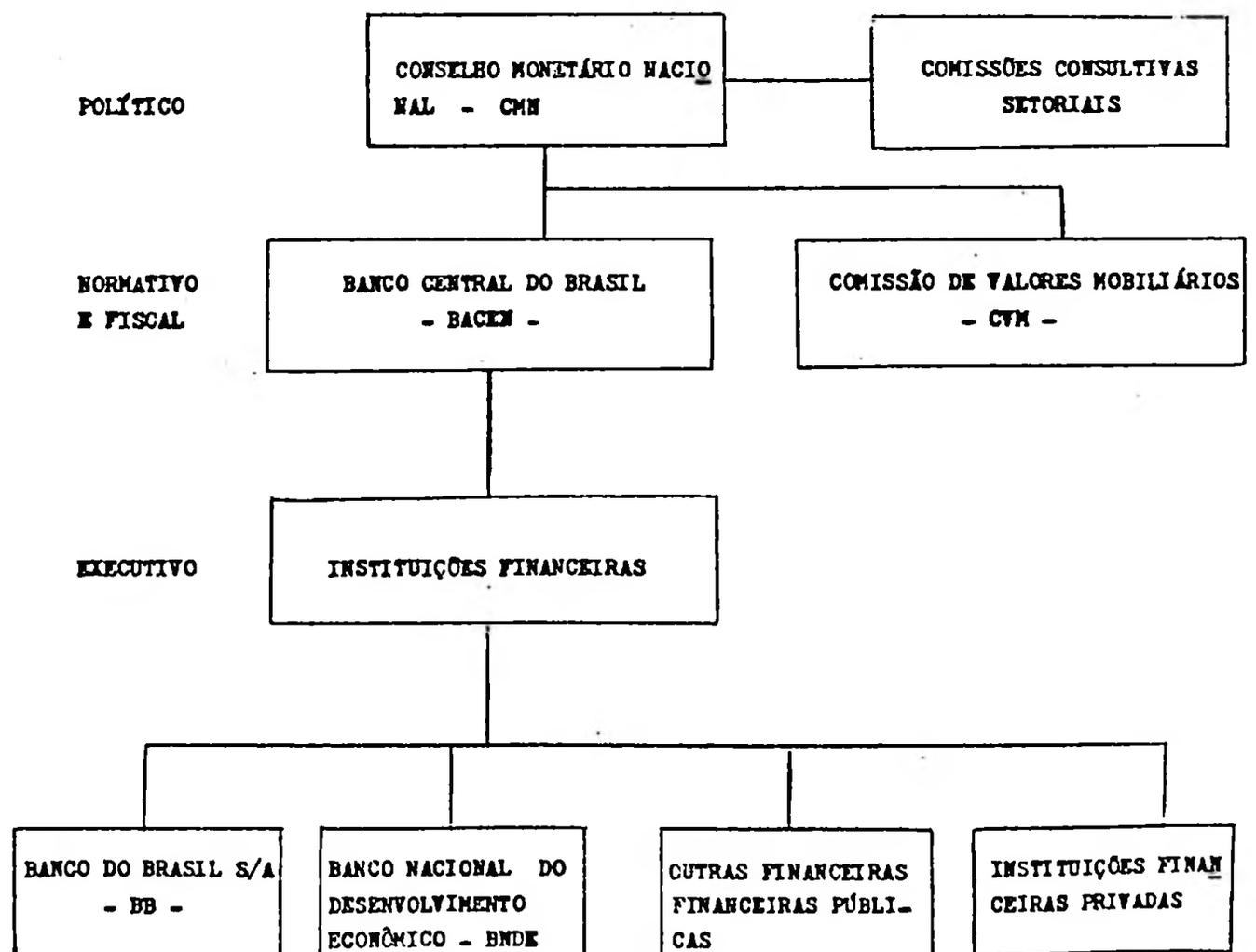
3- ENDIVIDAMENTO

### 3- ENDIVIDAMENTO

#### 3.1- Empréstimos

Os empréstimos efetuados pela empresa constituirão suas operações passivas com recursos de terceiros, e em termos contábeis são registrados nas contas do exigível.

Não se pode tratar dos recursos de terceiros disponíveis para a empresa sem antes analisar a constituição do Sistema Financeiro Nacional, o qual apresenta a seguinte constituição básica:



O Sistema Financeiro Nacional tal qual se apresentou no quadro anterior foi praticamente instituído pela Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1.964, a qual dispôs sobre a política e as instituições monetárias bancárias e criou o Conselho Monetário Nacional posteriormente em 14 de julho de 1.965 a Lei nº 4.728 disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento. Todavia, somente no final do ano de 1.976 com a promulgação quase que simultânea das Leis nºs 6.385 e 6.404 criando respectivamente a Comissão de Valores Mobiliários e dispondo sobre as Sociedades por Ações, é que especificamente se define a atual configuração do Sistema Financeiro Nacional.

Cumprido ao Sistema Financeiro Nacional suprir as necessidades de recursos das empresas brasileiras e, através da instituição e aplicação das leis citadas pode o governo exercer plenamente o controle da evolução das operações financeiras efetuadas no País.

Tal fato, antes da promulgação dessas leis, não ocorria plenamente pois as empresas podiam perfeitamente levantar recursos de terceiros diretamente junto ao público, através do então chamado mercado paralelo.

Atualmente as empresas conseguem financiamento somente junto às instituições financeiras públicas ou privadas, quer através de empréstimos supridos por recursos próprios dessas instituições, quer seja através de repasses.

O controle governamental do crédito é efetivado através do crédito é efetivado através da fiscalização .. exercida pelo Banco Central do Brasil em cumprimento aos dispositivos do item V do art. 10 da Lei 4.595 o qual textualmente afirma: "exercer o controle do crédito sob todas as suas formas", reafirmado através do item VIII do mesmo artigo: "exercer a fiscalização - das instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas".

As instituições financeiras foram caracterizadas pela mesma Lei 4.595, através do art. 17, como: "Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, a intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Parágrafo Único: Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual".

Deste modo, em termos concretos, as empresas utilizam-se diretamente dos préstimos do Banco do Brasil, pois, este além de ser o Agente Financeiro do Tesouro Nacional e principal executor dos serviços bancários de interesse do Governo Federal, também tem como função a difusão e a orientação do crédito suplementando a ação da rede bancária.

As demais instituições financeiras públicas são órgãos auxiliares da execução da política de crédito do Governo Federal, tais como: Caixas Econômicas Federais e Estaduais, Bancos de Desenvolvimento, em âmbitos nacionais, regionais e estaduais, Bancos Comerciais Estaduais e Banco Nacional da Habitação.

As instituições financeiras públicas também se caracterizam por serem agentes da política de fomento ao desenvolvimento setorial e regional do Governo Federal. A possibilidade de utilização de recursos destinados ao fomento ou ao desenvolvimento setorial ou regional, abre para as empresas beneficiadas ou com a intenção de utilizar essas possibilidades uma razoável perspectiva de financiamento, porém torna a

gestão financeira do passivo dessas empresas algo de quase do exclusivo domínio de especialistas financeiros em modalidades particulares de financiamento.

A título de ilustração o quadro a seguir apresenta o verdadeiro leque de opções à disposição das empresas sediadas no País. Cada opção constituir-se-á em verdadeiro "sub-sistema" do Sistema Financeiro Nacional.

<u>LINHAS</u>	<u>OPERADORES</u>	<u>TOMADORES</u>	<u>OBJETIVOS</u>
LIVRE MERCADO	TODAS AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS.	TODAS AS EMPRESAS E PESSOAS FÍSICAS.	EMPRÉSTIMOS À TAXA DE JUROS DO MERCADO PARA GIRO E ATIVO FIXO.
EXTERNO	EMPRESAS E INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO ESTRANGEIRO.	EMPRESA NO BRASIL DIRETAMENTE (LEI 4.131) OU ATRAVÉS DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA NACIONAL (INSTRUÇÃO 63 - BACEN).	FINANCIAMENTO DE GIRO E ATIVO FIXO, A TAXA DE JUROS EM VIGOR, COM RISCO DE VARIAÇÕES CAMBIAIS.
AJUDA À LIQUIDEZ	BACEN, BANCOS COMERCIAIS CREDORES NA COMPENSAÇÃO DE CHEQUES, INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS COM FOLGA DE CAIXA E BNH.	BANCOS COMERCIAIS DEVEDORES NA COMPENSAÇÃO DE CHEQUES OU COM DIFICULDADES DE ENCAIXE, INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS COM PRESSÃO DE RESGATE DE TÍTULOS SUPERIOR À DE COMPRA E AGENTES FINANCEIROS DO SFN.	FINANCIAMENTO PELA DURAÇÃO DA FALTA DE LIQUIDEZ DA INSTITUIÇÃO FINANCEIRA TOMADORA, FREQUENTEMENTE POR PRAZO DE 1 A 3 DIAS.
FUNDO DE APOIO AO DESENVOLVIMENTO SOCIAL - FAS.	CAIXA ECONÔMICA FEDERAL - CEP.	INSTITUIÇÕES LIGADAS À ATIVIDADE DE INTERESSE SOCIAL (SAÚDE, EDUCAÇÃO E ASSISTÊNCIA SOCIAL).	FINANCIAMENTO ÀS ATIVIDADES ENVOLVIDAS COM OU SEM SUBSÍDIO, CONFORME A PRIORIDADE DE CADA PROJETO.
CRÉDITO DIRETO AO CONSUMIDOR - CDC.	SOCIEDADES DE CRÉDITO FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO E A CAIXA ECONÔMICA FEDERAL - CEP.	CONSUMIDOR FINAL DE BENS DE CONSUMO DURÁVEL.	EMPRÉSTIMO PARA AQUISIÇÃO COM ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA.
BNDE/BD	BNDE, FINAME, BANCOS DE DESENVOLVIMENTO ESTADUAIS, REGIONAIS, BANCO DO NORDESTE E BANCO DA AMAZÔNIA.	EMPRESAS PERTENCENTES A SETORES E/OU REGIÕES PRIORITÁRIAS.	EMPRÉSTIMO DE CAPITAL DE GIRO, INVESTIMENTO FIXO E MISTO, EM CONDIÇÕES DE CORREÇÃO MONETÁRIA SUBSIDIADA OU PLENA EM ORTN, A JUROS DE ATÉ 9% a.a.

<u>LINIHAS</u>	<u>OPERADORES</u>	<u>TOMADORES</u>	<u>OBJETIVOS</u>
FUNDOS SETORIAIS	FINOR, FINAM, FISET, EM BRAER.	EMPRESAS REGIONAIS	CAPITALIZAÇÃO DAS EM- PRESAS REGIONAIS.
FOMENTO À EXPORTA ÇÃO	BACEN, BB, BANCOS CO MERCIAIS, BNDE/BD E BANCOS DE INVESTIMEN TO.	EXPORTADOR NACIONAL	EMPRÉSTIMO À PRODUÇÃO QUE OBJETIVE A EXPOR- TAÇÃO, EM CAPITAL DE GIRO OU FIXO, EM CON DIÇÕES SUBSIDIADAS OU NÃO.
APOIO À PEQUENA E MÉDIA EMPRESA.	BNDE/BD, FINANCIADO- RA DE ESTUDOS E PRO- JETOS S.A. - FINEP -, BB E CAIXA ECONÔMICA FEDERAL - CEF.	EMPRESAS COM FATURAMEN TO INFERIOR A 85.000 - MAIOR VALOR DE REFERÊN CIA (MVR).	FINANCIAMENTO A JUROS SUBSIDIADOS PARA CAPI TAL DE GIRO E ATIVO FIXO ATRAVÉS DE LINHAS ESPECIAIS DE CRÉDITO.
CRÉDITO COOPERATI VO.	BNCC, BACEN, BB, SFH, BNDE/BD.	COOPERATIVAS DE PRODU- ÇÃO E COMERCIALIZAÇÃO EM GERAL E COOPERATI- VAS HABITACIONAIS.	FINANCIAMENTO DE GIRO E ATIVO FIXO SUBSIDIA DO.
SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO (SFH)	BNH E SEUS AGENTES: CAIXAS ECONÔMICAS, COM PANHIAS DE CRÉDITO - IMOBILIÁRIO, ASSOCIA- ÇÕES DE POUPANÇA E EM PRÉSTIMO, COMPANHIAS E COOPERATIVAS HABITA CIONAIS; DE MAIS INSTI TUIÇÕES FINANCEIRAS - NO PROGRAMA DE INCEN- TIVO À INDÚSTRIA DE MATERIAIS DE CONSTRU- ÇÃO.	COMPANHIAS CONSTRUTO- RAS E IMOBILIÁRIAS, COM PRADORES FINAIS DE CA SA PRÓPRIA, INSTITUI- ÇÕES ESTADUAIS E MUNI- CIPAIS RELACIONADAS COM SANEAMENTO E URBA NISMO, EMPRESAS FABRI CANTES DE MATERIAIS DE CONSTRUÇÃO.	FINANCIAMENTO À PRODU- ÇÃO E COMERCIALIZAÇÃO DE UNIDADES RESIDEN- CIAIS, DE INFRA-ESTRU TURA E SERVIÇOS URBA- NOS E CAPITAL DE GIRO E FIXO PARA FABRICAN- TES DE MATERIAIS DE CONSTRUÇÃO.
CRÉDITO RURAL	BACEN, BB, BANCOS CO MERCIAIS, BANCO NACIO NAL DE CRÉDITO COOPE- RATIVO - (BNCC, BNDE/BI E BANCOS DE INVESTIMEN TO.	PRODUTOR RURAL	FINANCIAMENTO À PRODU ÇÃO AGROPECUÁRIA SUB- SIDIADO, OU NÃO, ATRA VÉS DE LINHAS NORMAIS E LINHAS ESPECIAIS DE CRÉDITO PARA GIRO OU ATIVO FIXO.
APOIO AO DESENVOL VIMENTO CIENTÍFI- CO E TECNOLÓGICO.	CAIXA ECONÔMICA FEDE- RAL - CEF.	INSTITUIÇÕES LIGADAS À ATIVIDADE DE INTERES SE SOCIAL - (SAÚDE, EDU CAÇÃO E ASSISTÊNCIA SO CIAL).	FINANCIAMENTO ÀS ATI- VIDADES ENVOLVIDAS COM OU SEM SUBSÍDIO, CONFOR ME A PRIORIDADE DE CA- DA PROJETO

Os bancos comerciais, de investimento, as sociedades de crédito financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de capitalização, associações de crédito e poupança, sociedades distribuidoras, sociedades corretoras e as bolsas de valores são consideradas como instituições financeiras privadas. Algumas estão voltadas para o processo de capitalização da empresa e outras estão voltadas para o financiamento direto ou indireto à empresa.

Os financiamentos indiretos à empresa são aqueles praticados por financeiras, sociedades de crédito imobiliário e, até mesmo, por bancos comerciais nos empréstimos ao consumidor final (crédito pessoal).

A gestão financeira dos empréstimos tem de levar em consideração os diferentes tipos de desembolsos e, principalmente, a capacidade da geração de recursos dentro da empresa visando a amortização da dívida e o pagamento dos juros. Além disso, os empréstimos em última análise, constituem o passivo monetário da empresa e como tal em situações inflacionárias perde o valor real e mantêm o valor nominal original ou mesmo o valor "nominal corrigido" por índices que, às vezes, - por razões políticas, não acompanham o índice geral de preços. A perda de valor real dos direitos de terceiros representa para a empresa tomadora um ganho.

### 3.1.1- Debêntures

A debênture constitui uma forma diferenciada de financiamento, na qual a empresa emite títulos representativos do empréstimo contraído. Esse empréstimo caracteriza-se pelo volume de recursos envolvidos, pelo prazo e também pelo relacionamento quase que direto entre empresa e mutuário — debenturista — .

O primeiro registro dessa modalidade de empréstimo em nossa legislação remonta a 1.860 (1). Todavia, o Decreto-Lei nº 2.627 não cuidou especificamente deste assunto — a exemplo da legislação sobre sociedades anônimas de outros países —, o que só veio a acontecer com a promulgação da nova Lei das S.A.s, em dezembro de 1.976.

A Lei nº 6.404/76 incorporou a legislação a respeito então vigente, principalmente os princípios instituídos pela Lei nº 4.728/65 — Lei do Mercado de Capitais — e regulamentos inseridos na Resolução nº 109 do Banco Central.

A Lei nº 6.404/76 em seu artigo nº 52, assim caracterizou as debêntures:

" A Companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direitos de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e do certificado".

A regulamentação desse título de crédito está contida no capítulo V da Lei das S.A.s. O capítulo V compreende, dez seções e vinte e três artigos. Essa preocupação do legislador visa salvaguardar os interesses dos mutuantes — que dependendo do volume da dívida, podem ser inúmeras pessoas — à semelhança do processo de formação do capital da empresa.

---

Nota: 1) MARTINS, Fran - Comentários à Lei das S.A.s - vol. 1 - pág 304 - Lei nº ... 1.083 de 22 de agosto de 1.860.

As dez seções que compreendem o capítulo V, são:

	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Emissões</li> </ul>		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Séries</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Sem Correção Monetária</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Moeda Nacional</li> <li>Moeda Estrangeira</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Valor Normal</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Com correção Monetária</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Títulos da Dívida Pública</li> <li>Variação Cambial</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Vencimento</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Com e Sem Vencimento prefixado (perpétua)</li> </ul>	
I- DIREITO DOS DEBENTURISTAS	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Amortização</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Total</li> <li>Parcelada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Com Fundos de Amortização</li> <li>Sem Fundos</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Resgate</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Antecipado</li> <li>Parcial</li> <li>Total</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Juros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fixos</li> <li>Variáveis</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Participação nos lucros</li> <li>. Prêmio de Resbolsa</li> <li>. Conversibilidade em Ações</li> </ul>		
II- ESPÉCIES	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Garantias (Cumulativas ou não)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Especiais</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reais</li> <li>Flutuantes</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Comuns ou Normais Subordinadas</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Preferenciais</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debêntures com quantias reais</li> <li>Debêntures com garantias flutuantes</li> <li>Debêntures simples e demais credores</li> <li>Debêntures subordinadas</li> </ul>	
III- CRIAÇÃO E EMISSÃO	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Competência</li> <li>. Limite de Emissão</li> <li>. Escritura de Emissão</li> <li>. Registro</li> </ul>		

IV- FORMA, PROPRIEDADE CIRCULAÇÃO E ÔNUS (idêntica às das ações)	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Portador</li> <li>. Nominativas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Endossáveis</li> <li>Escriturais</li> </ul>
V- CERTIFICADOS	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Requisitos</li> <li>. Títulos Múltiplos e Cautelas</li> </ul>	
VI- AGENTE FIDUCIÁRIO DOS DEBENTURISTAS	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Requisitos e Incompatibilidades</li> <li>. Substituição, Remuneração e Fiscalização</li> <li>. Deveres e Atribuições.</li> <li>. Outras Funções</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Autenticação dos Certificados</li> <li>. Administração do Fundo de Amortização</li> <li>. Custódia de bens em garantia</li> <li>. Pagamento de juros, amortização e resgate.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Substituição de Garantias e Modificação da Escritura</li> </ul>	

## VII- ASSEMBLÉIA DE DEBENTURISTAS

## VIII- CÉDULA PIGNORATÍCIA DE DEBÊNTURES

## IX- EMISSÃO DE DEBÊNTURES NO ESTRANGEIRO

## X- EXTINÇÃO

Destaca-se no presente trabalho os aspectos financeiros da emissão de debêntures, porém, não pode-se deixar de citar o avanço da legislação a respeito, tanto no que tange à proteção do mutuante, quanto à flexibilidade do leque de alternativas de financiamento proporcionada às empresas.

O exame da primeira seção leva a concluir que em muitos pontos as debêntures assemelham-se a uma "pré-ação", pois as possíveis vantagens proporcionadas aos debenturistas coloca-os quase como acionistas preferenciais (2).

Entretanto, o mercado de capitais e as empresas ainda levarão algum tempo para absorver essas "novidades" e combinar as alternativas possíveis. Como exemplos sejam as seguintes hipóteses de emissão:

- . Debêntures com correção monetária, juros variáveis, participação nos lucros e sem vencimento prefixado.
- . Debêntures com correção monetária, juros fixos, participação nos lucros e convertíveis em ações.
- . Debêntures com correção monetária, juros fixos e com prêmios de reembolso.

A cláusula de conversibilidade em ações e a eventual participação nos lucros, caracterizam as debêntures quase com um "título misto" de "crédito" e de "propriedade". Esse papel poderá despertar grande interesse, devendo acompanhar a valorização das ações e a flutuação de suas cotações, pelo menos, dentro de uma faixa de oscilação não protegida por suas características específicas de título de renda fixa:

---

Nota:- (2) às vezes com muito mais vantagens

### 3.1.1.1- Garantias

Archer e D'Ambrosio em seu livro - Administração Financeira - Teoria e Aplicação -, classificam a emissão de títulos de acordo com as garantias em "bonds" ou "debêntures". Títulos com garantias reais são os "bonds", títulos com garantias flutuantes são as "debêntures".

As garantias reais são constituídas de bens próprios ou alheios que ficarão vinculados à operação, permanecendo a garantia durante todo o prazo do mútuo.

Quando o total do ativo da empresa for a garantia do empréstimo tem-se a garantia flutuante, assegurando a lei privilégio geral sobre o ativo da companhia.

O privilégio geral pressupõe, primeiramente, o atendimento dos credores com garantias reais.

Essas garantias especiais também podem ser cumulativas. Além das debêntures com garantias reais, a lei também previu debêntures simples e debêntures subordinadas. As simples têm como garantia o patrimônio líquido da empresa e concorrem, em igualdade de condições, com os demais credores quirográfiarios da empresa, sendo, portanto, os debentu-ristas meros credores quirografários.

As debêntures subordinadas serão liquidadas — em casos de falência das empresas emissoras — após a satisfação dos créditos com garantias reais; flutuantes e simples, antecedendo tão somente aos acionistas da empresa.

As debêntures simples e as subordinadas, sem cláusula de conversibilidade em ações, se forem emitidas deverão proporcionar aos debenturistas uma atraente taxa de juros, a fim de compensar os riscos que apresentam quando comparadas com as demais espécies de debêntures.

#### 3.1.1.2- Limites de Emissão

Como regra geral a legislação fixou como limite para a emissão de debêntures, o capital da companhia. Podendo, esse limite ser ultrapassado , nas seguintes hipóteses:

- a) por lei especial
- b) quando se tratar de garantias reais, o montante poderá atingir até 80% do valor dos bens gravados.
- c) quando se tratar de garantias flutuantes, o montante poderá atingir até 70% do valor contábil do ativo, após a dedução do montante das dívidas garantidas por direitos reais.
- d) quando se tratar de debêntures subordinadas.

### 3.2- Ações Preferenciais

A teoria financeira americana considera as ações preferenciais, para efeito de análise, como uma modalidade diferente de financiamento. Esse ponto de vista - apoia-se no conceito de que os verdadeiros proprietários da empresa são os portadores de ações ordinárias, visto que aos portadores das ações preferenciais não é dado o direito de voto nas assembleias das empresas.

Entretanto, esse conceito não é totalmente válido quando se confronta as características das ações preferenciais do mercado americano com as do mercado brasileiro.

As características das ações preferenciais do mercado americano foram claramente evidenciadas por Van Horne, em seu livro — Política e Administração Financeira — ao afirmar que "a ação preferencial constitui uma forma híbrida de financiamento, combinando características de capital de terceiros (títulos de dívida) e ações ordinárias". Van Horne explicita ainda que na liquidação da firma o direito do investidor está restrito, depois de respeitadas as prioridades dos demais credores, única e exclusivamente ao recebimento do valor par da ação.

Além deste fato, deve-se considerar que o retorno máximo dos acionistas preferenciais está limitado aos dividendos especificados, não participando, consequentemente, dos lucros residuais acumulados. Assim, utilizando o mesmo exemplo apontado por Van Horne, o investidor que possuir 100 ações preferenciais a 6% e de valor par de \$ 100, o máximo de retorno que poderá esperar, em um ano, será de \$ 600.

A legislação tributária não considera os dividendos pagos às ações preferenciais como dedutíveis para efeito do imposto sobre a renda, daí a teoria finan-

feira considerar o custo dos dividendos superior ao custo de um financiamento convencional a longo prazo, visto que os juros são dedutíveis, para fins de pagamento de imposto sobre a renda.

Esta regra não se aplica totalmente ao caso brasileiro, dada a possibilidade concedida às sociedades controladas por capital estrangeiro, de deduzir, para efeito de determinar o lucro real, os dividendos fixos de ações preferenciais de sua emissão, das quais sejam titulares pessoas residentes ou domiciliadas no exterior, e caso satisfaçam as exigências contidas no art. 59 do Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977 que alterou a legislação do imposto sobre a renda.

Com relação ao estatuto das ações preferenciais na legislação brasileira, resta examinar os diferentes dispositivos sobre ações preferenciais inseridos na Lei de 15 de dezembro de 1976 — Lei das S.A.s — . O artigo 15 dispõe que, as ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais ou de fruição. O parágrafo 2º fixa que o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrições no exercício dessa direito, não pode ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas.

O artigo 17 trata especificamente das ações preferenciais, como segue:

" As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:

- I- em prioridade na distribuição de dividendos
- II- em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele.
- III- na acumulação das vantagens acima enumeradas.

§ 1º Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso

de liquidação da companhia, essa vantagem ti  
ver sido expressamente assegurada.

- §2º Salvo disposição em contrário do estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, de pois de estar assegurado dividendo igual ao mínimo.
- §3º O dividendo fixo ou mínimo e o prêmio de reembolso, estipulados em determinada importância em moeda, ficarão sujeitos à correção monetária anual, por ocasião da assem  
bléia geral ordinária, aos mesmos coeficientes adotados na correção do capital social, desprezadas as frações de centavo.
- §4º O estatuto não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de partici  
par dos aumentos de capital decorrentes de correção monetária (art. 167) e da capitali  
zação de reservas e lucros (art. 169).
- §5º O estatuto pode conferir às ações preferen  
ciais, com prioridade na distribuição de di  
videndo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficien  
te, à conta das reservas de capital de que trata o §1º do art. 182.
- §6º O pagamento de dividendo fixo ou mínimo às ações preferenciais não pode resultar em que, da incorporação do lucro remanescente ao capital social da companhia, a participa  
ção do acionista residente ou domiciliado no exterior, nesse capital registrado no Ban  
co Central do Brasil, aumente em proporção maior do que a do acionista residente ou do  
miciado no Brasil".

Assim, ações preferenciais, pelo que se depreende dos parágrafos 5º e 6º, são aquelas que dão aos seus proprietários, privilégios ou vantagens que não cabem às ações ordinárias ou comuns. A nova lei das sociedades anônimas, em relação à anterior, confere aos acionistas portadores de ações preferenciais, também denominados preferencialistas, além dos privilégios de ordem pecuniária, também privilégios de ordem política.

A possibilidade de participar em até dois terços do total das ações emitidas, bem como todos os privilégios conferidos às ações preferenciais reforça bastante a idéia de que a lei procurou criar condições favoráveis para as sociedades anônimas conseguirem maiores capitais para suas atividades.

A compensação para os acionistas não preferencialistas é que normalmente os estatutos das empresas subtraem às ações preferenciais o direito de voto.

As vantagens pecuniárias aos preferencialistas, consistem, em:

- . prioridade na distribuição dos dividendos;
- . prioridade no reembolso do capital;
- . ou acumulação dessas duas vantagens.

Caso houver a prioridade na distribuição dos dividendos, os estatutos também poderão prever:

- . dividendos fixos ou mínimos;
- . cumulativos ou não.

Na hipótese da empresa decidir pelo estabelecimento de um dividendo fixo com base em determinada porcentagem do valor nominal das ações ou então determinar um valor em dinheiro por ação.

Quando o dividendo fixo for estabelecido com base em uma escala em que ele é o piso mínimo, esse dividendo será denominado de mínimo.

### 3.3- Alavancagem Financeira

Van Horne em seu livro "Política e Administração Financeira", definiu alavancagem ("leverage") como sendo o "emprego de um ativo ou de recursos pelos quais a empresa paga um custo ou um retorno fixo" e, acrescentou que esse "custo ou retorno poderá ser considerado como o fulcro de uma alavanca".

A alavancagem, na verdade, indicará o efeito da injeção de recursos na empresa sobre seus índices de desempenho, caso o efeito for positivo teremos uma alavancagem favorável, caso negativo a alavancagem será considerada desfavorável.

Mais especificamente em relação à alavancagem financeira o mesmo autor converge a apreciação dos efeitos do "leverage" estritamente quanto à expectativa de elevação do retorno dos portadores de ações ordinárias da firma.

Evidentemente que toda análise dos efeitos da utilização da alavancagem financeira pela firma pressupõe, somente a consideração dos fatores explícitos de cada modalidade de financiamento, não havendo possibilidade de retratar na análise também os efeitos dos fatores implícitos.

Em termos de análise das empresas que atuam em nosso País tem-se que considerar que os acionistas preferencialistas também são afetados pela utilização da alavancagem financeira pela empresa. Deste modo, pode-se mais uma vez valer das afirmações de Van Horne, porém

estendendo também seus efeitos para os preferencia  
listas, como segue:

"O "leverage" financeiro ou "Trading on the equity" — aumento dos lucros resultantes da tomada de ca  
pital a uma taxa baixa e sua utilização em um negó  
cio que renda taxa mais alta —, é julgado em ter  
mos do efeito sobre os lucros por ação — no caso  
presente, tanto ordinárias quanto preferenciais —,  
e os lucros antes da dedução de juros e impostos,  
de acordo com várias alternativas de financiamento,  
como também os pontos de indiferença entre essas -  
alternativas".

### 3.3.1- Teoria Tradicional

Existem duas teorias a respeito da montagem -  
da estrutura financeira ideal para a empresa,  
uma considerada tradicional e outra proposta  
por Franco Modigliani e Merton H. Miller e que  
tomou como denominação o próprio nome de seus  
autores. A teoria de Modigliani e Miller, é  
apresentada no próximo tópico.

Antes de se entrar em considerações a respei  
to a teoria tradicional, vejam-se os concei -  
tos de riscos a que estão submetidas as empre  
sas.

O risco inerente aos negócios da empresa é  
conhecido como risco empresarial. Todo empre  
sário ao decidir entrar em determinado ramo  
de negócios, assume, evidentemente, os riscos  
inerentes àquele negócio

A fixação das políticas financeiras básicas  
foi norteadada no sentido de captar as mesmas  
preocupações do empresário ao decidir a apli  
cação de seus recursos financeiros próprios—  
capital —.

Após essa primeira decisão, caso os recursos próprios não sejam suficientes, dependendo do tamanho do empreendimento, aí então, o empresário voltaria sua atenção no sentido de conseguir recursos adicionais de terceiros. Daí, a segunda política financeira básica estar voltada para as fontes de recursos — capital próprio e de terceiros.

Ao decidir captar recursos de terceiros para financiar uma parcela de seu empreendimento, o empresário está associando ao risco empresarial — inerente ao negócio —, um outro risco, que é representado pelo risco financeiro.

O risco empresarial, normalmente é representado pelo estudo da alavancagem operacional, a qual mede o efeito de "leverage", cujo fulcro são os custos fixos da empresa, dada uma variação no seu nível de atividades.

Do mesmo modo, os efeitos de uma alteração na estrutura financeira da empresa, são avaliados através das modificações no grau de sua alavancagem financeira.

Tanto os efeitos da alavancagem operacional como os efeitos da alavancagem financeira produzirão alterações na capacidade de remuneração dos recursos alocados na empresa. A terceira política financeira básica foi fixada tendo em vista essa preocupação, ou seja, a remuneração do capital — próprio e de terceiros —.

Os riscos empresariais e os riscos financeiros são integralmente assumidos pela empresa e, logicamente por seus acionistas ou proprietários. Porém, existem outros riscos, que a boa técnica financeira aponta que não devem

ser assumidos, são os riscos aleatórios e sobre os quais tanto o empresário quanto a própria empresa não têm poder para evitá-los. São esses riscos que normalmente as companhias de seguros cobrem com suas apólices.

Essa categoria de riscos constitui aquilo que a teoria financeira enquadrou em sua quarta política financeira básica — a política de proteção do capital — .

Após esse preâmbulo pode-se voltar ao tema — desse tópico, qual seja, a apresentação da teoria tradicional de abordagem da estrutura financeira da empresa.

Ezra Solomon em seu livro clássico "The Theory of Financial Management" concluiu que o âmago do problema do risco financeiro é determinado pela seguinte pergunta:

" Sabendo-se que uma empresa tem uma determinada estrutura de ativos, que proporciona lucros líquidos operacionais numa determinada quantidade e qualidade, e dada certa estrutura de taxas nos mercados de capitais, existe algum nível específico de risco financeiro, em que o valor de mercado das ações da empresa será maior do que em outros níveis de risco financeiro ? "

A abordagem tradicional responde a essa pergunta afirmando que existe um ponto em que a estrutura financeira da empresa é otimizada , no sentido de encontrar o composto que equilibrará perfeitamente o risco adicional e a expectativa de lucros adicionais, de maneira a alcançar no valor máximo de mercado para a firma.

A doutrina tradicional admite a hipótese im plicitamente ou mesmo, mais raramente, de mo do explícito, de que o que se busca, não é o ponto ótimo de determinação de risco financeiro, mas sim, o composto de equilíbrio entre capital próprio e capital de terceiros.

Por já estarem consagradas, utilizam-se as no tações estabelecidas por Ezra Solomon para configurar a determinação da estrutura financeira equilibrada.

B = valor total de mercado dos empréstimos da empresa.

S = valor total de mercado das ações da empresa.

B/S = endividamento ou risco financeiro ( $L_1$ )

V = valor total de mercado da empresa (B+S).

B/(B+S) = endividamento ou risco financeiro — definição alternativa — ( $L_2$ )

E = lucros líquidos esperados

$k_e$  = taxa pela qual o mercado capitaliza esses lucros líquidos.

F = despesas de juros (J)

O = lucros líquidos operacionais (LAJI)

$k_i$  = taxa média efetiva dos empréstimos para vários níveis de endividamento

$k_o$  = taxa de capitalização total que igua la O a V.

$w_1 = S/V$

$w_2 = B/V$

O valor total de mercado dos empréstimos da empresa é meramente o valor monetário dos empréstimos contraídos (1). A medida que o total dos empréstimos aumentam, mais remuneração os credores irão exigindo. Essa exigência decorre, em termos práticos, da utilização gradativa das linhas de crédito com custos mais razoáveis em primeiro lugar, e depois de esgotados os limites desse tipo de crédito, a empresa lançaria mão de empréstimos com taxas mais elevadas e, assim, sucessivamente ...

O valor de mercado das ações da empresa é calculado através da capitalização (2) dos lucros disponíveis aos acionistas, durante um período ilimitado de tempo.

LAJI - lucro antes dos juros e impostos (0).

(J) - juros (F)

LDAC - lucros disponíveis aos acionistas (E).

LDCA - valor de mercado das ações (S)  
 $k_e$

---

Notas:- (1) GITMAN, Lawrence J., Princípios de Administração Financeira, pag. 335, S.P., Harper & Row do Brasil, 1978.

(2) O termo capitalizar é usado alternativamente à desconto.

O valor da empresa é considerado igual à soma dos valores de mercado do empréstimo, e de suas ações, ou seja:  $(B+S)$ .

A taxa de capitalização total da empresa —  $k_0$  —, é obtida pela relação:

$$\frac{\text{LAJI}}{V} = k_0$$

Sabe-se que as obrigações de um lado, aumentam a expectativa de lucros — devido os efeitos favoráveis de alavancagem —, porém de outro, submetem o fluxo de lucros esperados a maior incerteza e risco — novamente, devido aos efeitos da alavancagem desfavorável.

A determinação da estrutura financeira "ótima" seria dada quando a taxa de capitalização total da empresa estiver minimizada, o valor da empresa estará maximizado, ou seja:

$$\frac{\text{LAJI}}{k_0} = V$$

A seguir é mostrado o quadro ilustrativo proposto por Ezra Solomon:

RISCO FINANCEIRO - VALORES DE MERCADO E RENDIMENTOS

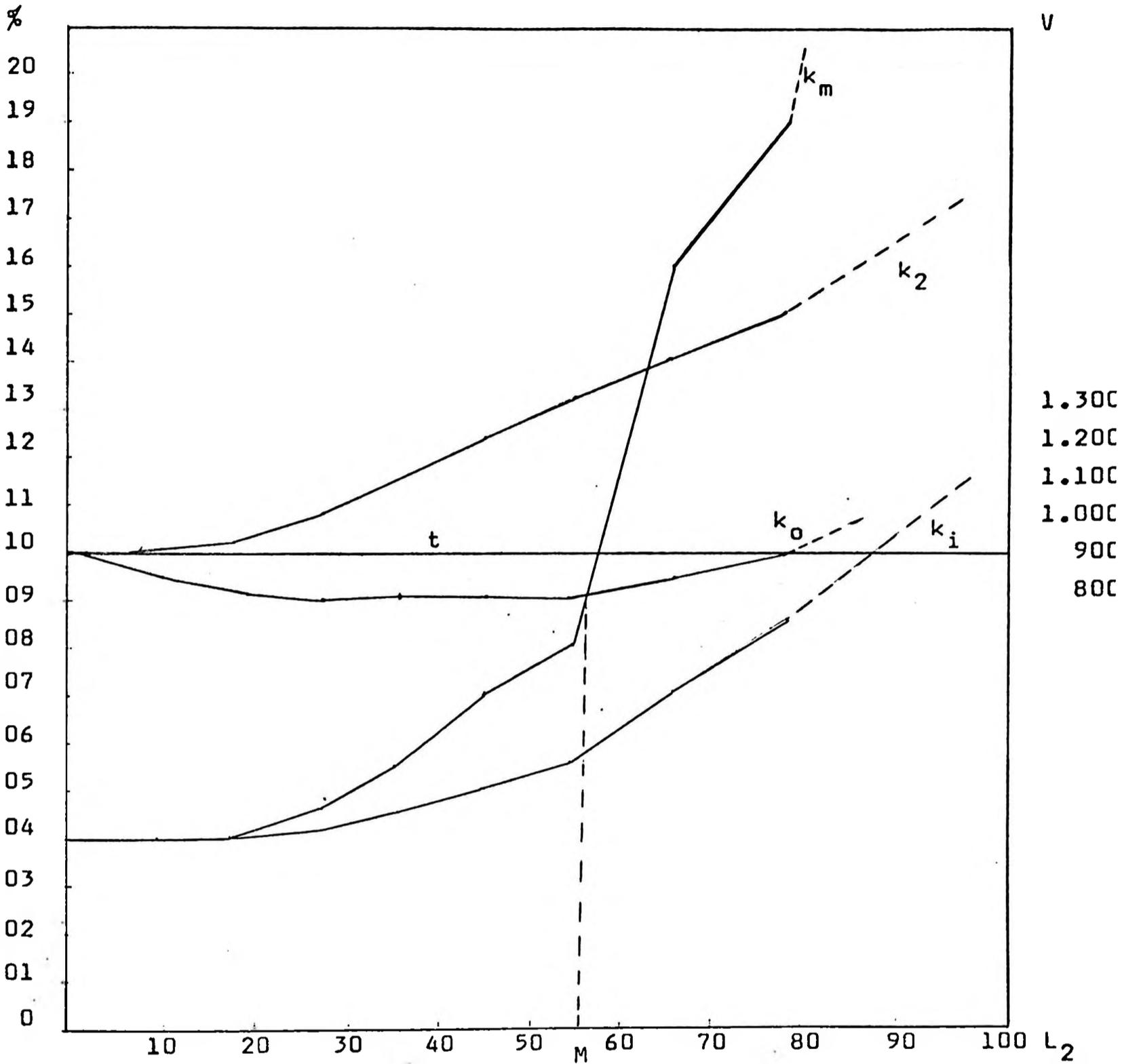
B	$k_i$	O	F	E	$k_e$	S	V	$k_0$	$L_1$	$L_2$
\$	%	\$	$\frac{F}{(B \cdot k_i)}$	$\frac{E}{(O - F)}$	%	\$	\$	%	%	$\frac{(B:V)}{\%}$
0	4,0	100	0	100	10	1.000	1.000	10,0	0	0
100	4,0	100	4,0	96	10	960	1.060	9,4	10,4	9,4
200	4,0	100	8,0	92	10,3	893	1.093	9,1	22,4	18,3
300	4,2	100	12,6	87,4	10,8	810	1.111	9,0	37,0	27,0
400	4,5	100	18,0	82,0	11,5	711	1.111	9,0	56,3	36,0
500	5,0	100	25,0	75,0	12,3	611	1.111	9,0	81,8	45,0
600	5,5	100	33,0	67,0	13,1	511	1.111	9,0	117,2	54,0
700	7,0	100	49,0	51,0	14,0	364	1.064	9,4	192,3	65,8
800	8,5	100	68,0	32,0	15,0	213	1.013	9,9	375,6	79,0
900	?	100	?	?	?	?	?	?	?	?
1000	?	100	?	?	-	0	B	?	$\infty$	100,0

<p>B = valor total de mercado dos empréstimos</p> <p><math>k_1</math> = taxa média efetiva de juros</p> <p>O = lucros líquidos operacionais (3)</p> <p>F = despesas de juros</p> <p>E = lucros líquidos esperados</p> <p>Nota: (3) Os lucros líquidos operacionais são mantidos constantes, porque sua geração independe da estrutura financeira. Em outras palavras, o LLO é função do ativo e não do passivo da firma.</p>	<p><math>k_e</math> = taxa de capitalização dos lucros líquidos</p> <p>S = valor total de mercado das ações da empresa</p> <p>V = valor total de mercado da empresa (B+S)</p> <p><math>k_0</math> = taxa de capitalização total</p> <p><math>L_1</math> = endividamento (B/S)</p> <p><math>L_2</math> = endividamento B/(B+S)</p>
--	---

Do quadro anterior, pode-se determinar a curva  $k_m$  representativa do custo marginal de cada parcela de empréstimos levantada a cada nível de endividamento.

	$\frac{B}{\$}$	$\frac{K_i}{\$}$	$\frac{F}{(B \cdot K_i)} \$$	$\frac{F'}{(F_n - F_{n-1})} \$$	$\frac{K_n}{(F' : \Delta \$100)} \$$
$t_0$	0	4,0	0	0	0
$t_1$	100	4,0	4,0	4,0	4,0
$t_2$	200	4,0	8,0	4,0	4,0
$t_3$	300	8,2	12,6	4,6	4,6
$t_4$	400	4,5	18,0	5,4	5,4
$t_5$	500	5,0	25,0	7,0	7,0
$t_6$	600	5,5	33,0	8,0	8,0
$t_7$	700	7,0	49,0	16,0	16,0
$t_8$	800	8,5	68,0	19,0	19,0
$t_9$	900	?	?	?	?
$t_{10}$	1.000	?	?	?	?

Com os dados obtidos nesses dois quadros, monta-se o gráfico a seguir, o qual permite visualizar o ponto ótimo de endividamento, dado pela abordagem tradicional, que maximizará o valor da empresa (V).



$k_e$  = taxa de capitalização dos lucros líquidos (dada pelo mercado).

$k_o$  = taxa de capitalização total (custo do dinheiro para a empresa ou custo geral médio do capital)

$k_i$  = taxa efetiva média de juros (custo do capital de terceiros).

$k_m$  = custo marginal do capital de terceiros

$t$  = taxa de retorno sobre o investimento total (vide nota 3)

A curva  $k_0$  normalmente é apresentada com o formato de U, todavia no gráfico apresentado a sua configuração está demonstrada de forma bem mais suave, devido o exemplo numérico conter restrições.

Deste modo, os pontos de risco financeiro ótimo são determinados pelo local em que a função do custo do capital se apresenta horizontalmente e o valor de mercado da firma está maximizado em \$ 1.111. A partir de  $t_6$  quando o endividamento aumenta de \$ 600 para \$700, o acréscimo de mais uma unidade monetária na estrutura financeira representará mais riscos do que lucros. Portanto, não é aconselhável alterar a estrutura financeira da empresa .. acrescentando ou substituindo capital próprio por capitais de terceiros.

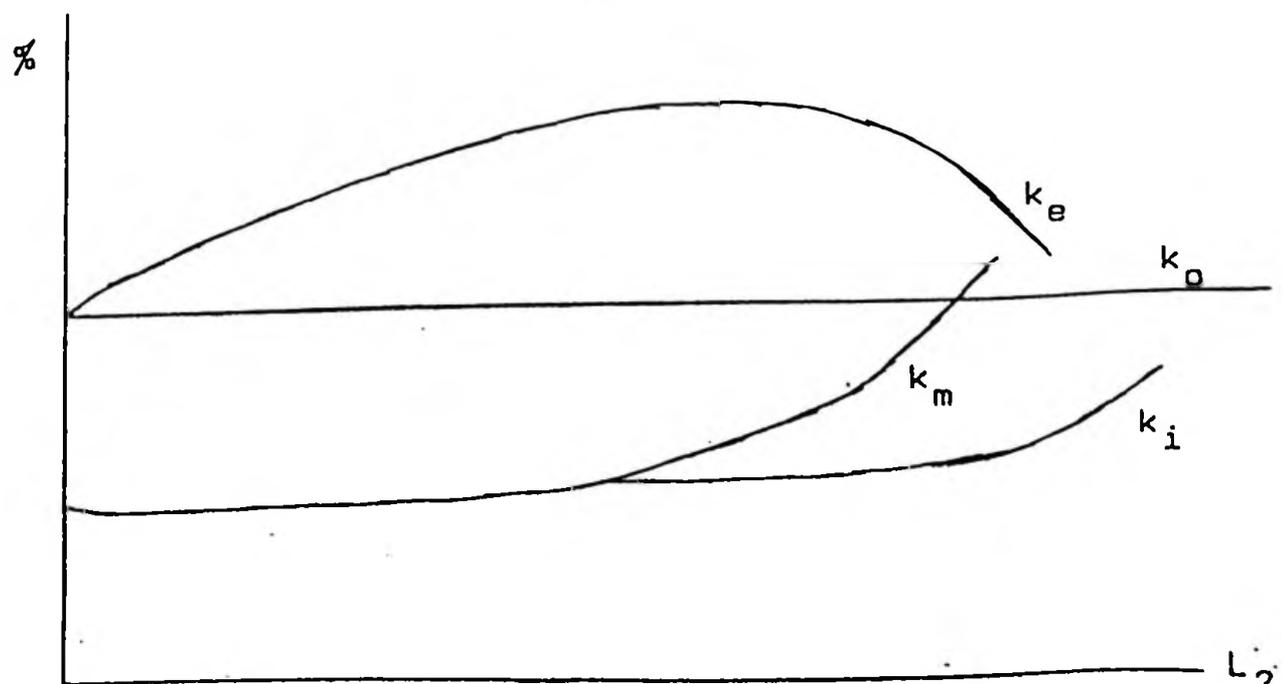
### 3.3.2- Teoria de Modigliani e Miller

Franco Modigliani e Morton H. Miller, apresentaram um trabalho que contestava a abordagem tradicional de determinação da estrutura financeira ótima.

Neste trabalho fixaram algumas premissas básicas:

- 1ª) que o modelo é válido dentro de um mercado perfeito;
- 2ª) ausência de imposto de renda sobre a empresa;
- 3ª) provaram que o mercado de capitais tende a um comportamento perfeito.

Considerando essas premissas Modigliani - Miller afirmaram, que a estrutura financeira não tem qualquer influência sobre o custo de capital da empresa e, que num mundo de mercados perfeitos e de investidores racionais, ... duas empresas idênticas operando no mesmo ramo e gerando o mesmo lucro líquido operacional, devem ter o mesmo valor de mercado, independentemente, de alguma diferença de composição em suas estruturas financeiras. Em termos gráficos teríamos a configuração:



Dentro dos conceitos emitidos por Modigliani e Miller a curva  $k_0$ , que representa a taxa de capitalização pela qual é descontado o fluxo de lucros esperados, independeria da estrutura financeira e estaria diretamente relacionada somente aos lucros líquidos operacionais.

A curva  $k_e$ , que representa a taxa que o mercado desconta os lucros líquidos, a fim de determinar o preço das ações, decresceria à medida em que aumenta a proporção dos recursos de terceiros na estrutura financeira da empresa.

Richard T. Cherry em seu livro: "Introdução à Administração Financeira" interpreta a hipótese da seguinte maneira:

" Se considerarmos possível  $k_e$  descrever a medida que aumenta a proporção dos fundos externos na estrutura total de capital, somos obrigados a defender a teoria de que os investidores racionais capitalizam um fluxo de lucros mais incerto a uma taxa mais baixa do que um fluxo de lucros menos incerto.

A hipótese explica este comportamento surpreendente da curva  $k_e$ , em termos de preferência subjetiva do risco, isto é, que alguns investidores preferem o risco e estão dispostos a aceitar as ações mais arriscadas (e mais caras) .

Todavia, Modigliani-Miller defendem sua argumentação nesse sentido devido o pressuposto da existência de um processo denominado de "Arbitragem", mas, que Solomon prefere chamá-lo de "Manobra", pelo qual utilizando o mer

cado de capitais os investidores podem, através da arbitragem, igualar o custo de capital de duas empresas semelhantes, porém, com estruturas financeiras diferentes. A fim de ilustrar essa afirmação seja o exemplo citado por Van Horne em seu livro "Política e Administração Financeira" de duas empresas com a mesma classe de risco empresarial, somente que uma delas apresenta em sua estrutura financeira a participação de capital de terceiros.

		<u>EMPRESA A</u>	<u>EMPRESA B</u>
"O"	lucro líquido operacional	\$ 10.000	\$ 10.000
"F"	Juros	<u>-</u>	<u>1.500</u>
"E"	Lucros disponíveis aos acionistas	10.000	8.500
"K <sub>e</sub> "	Taxa de desconto	<u>0,10</u>	<u>0,11</u>
"S"	Valor de mercado das ações.	\$ 100.000	\$ 77.272
"B"	Valor de mercado dos empréstimos	<u>-</u>	<u>30.000</u>
"V"	Valor total da empresa	\$ <u><u>100.000</u></u>	\$ <u><u>107.272</u></u>
"K <sub>o</sub> "	Taxa de capitalização geral	10%	9,3%
B/S	Capital de terceiros/capital próprio	0	38,8%

De acordo com a teoria de Modigliani-Miller o valor dessas duas empresas serão equiparados pela arbitragem, pois os investidores de "B" tenderiam a vender suas ações e adquirir as de "A" que não apresenta nenhum risco financeiro. Essas transações seriam efetuadas até o valor de mercado das duas empresas se iguallarem, através da valorização das ações da empresa "A", pelo maior número de compradores, e através da desvalorização das ações da empresa "B", motivada pelas vendas.

Modigliani-Miller sustentam que o retorno dos investidores serão igualados nas duas empresas através da utilização da alavancagem pessoal em substituição à alavancagem financeira existente na empresa "B".

Para tanto exemplificam com a hipótese de um investidor que possua 1% das ações da empresa "B" e, as venda por \$ 772,72. Ao mesmo tempo, contraia um empréstimo de \$ 300 e adquire 1% da "A" por \$ 1.000.

Esse investidor continuaria tendo o mesmo retorno caso a taxa de juros pessoais seja de 5% a.a. — e estaria correndo menor risco.

Retorno de "A"	\$ 100
Juros empréstimos pessoais ( \$ 300 x 0,05)	\$ (15)
	\$ <u>85</u>

O retorno líquido de \$ 85 é igual ao proporcionado por "B" e, com um investimento próprio menor em 10% ( \$ 72,72).

A existência de outros investidores racionais forçará a elevação do preço das ações de "A". Quando o preço de "A" superasse o de "B" a arbitragem seria efetuada ao contrário. Finalmente, em situações de equilíbrio perfeito haveria a tendência de  $k_e$  — custo médio do capital para as empresas — ser idêntico para todas as empresas. Neste caso, Modigliani-Miller concluem que a decisão financeira não tem qualquer relevância e uma estrutura financeira é tão eficaz quanto outra.

Complementando, ressalte-se que as críticas apresentadas contra a teoria Modigliani-Miller além de contundentes são inúmeras, porém dentre elas as mais relevantes são aquelas sobre a desconsideração do efeito dos impostos sobre os juros pagos pelas empresas e também que o comportamento dos emprestadores dentro do mercado perfeito, dificilmente levaria a um equilíbrio entre  $k_e$  e  $k_i$ , pois essas taxas oriundas do mercado de ações e do mercado de obrigações, como um todo, teriam um comportamento altamente imperfeito(1).

---

Nota:- (1) SOLOMON, Ezra, Teoria da Administração Financeira, Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1969.

### 3.4- Arrendamento Mercantil - "Leasing"

O "Leasing" é o sistema através do qual se consegue a utilização de um bem durável mediante um contrato. Ou, simplesmente, é o aluguel de um bem através de um arrendamento. O termo é de origem inglesa e "to lease" significa simplesmente "arrendar". O "Leasing", tal como se pratica, todavia, tem ido além de um simples "arrendamento". Nesse sistema o empresário utiliza um bem que juridicamente não é de sua propriedade, mas que adquiriu o direito de uso. Quem "arrenda" não tem pretensões de ter o uso, mas quem arrendou necessita do equipamento. Na forma em que se vulgarizou, tem sido admitido por ilustres escritores como um autêntico "processo financeiro".

Segundo o que se tem entendido o "Leasing" é um recurso financeiro utilizado pelas empresas, evitando a imobilização. Se um empresário necessita, por exemplo, de um computador eletrônico, cujo preço seria de alguns milhões de cruzeiros, pode evitar a imobilização de tal importância, alugando o equipamento. Procura uma empresa que opera com "Leasing" e esta compra o computador, para que o empresário dele se utilize, mediante a realização de um contrato, através do qual a empresa de "Leasing" cede em utilização o bem e a empresa locatária compromete-se a pagar um aluguel. Dessa forma, a empresa obtém recursos produtivos (meios técnicos de produção) sem despende recursos. Na realidade, o que se consegue não é moeda, e sim um bem de utilização, mais isso equivale a evitar a evasão maior de dinheiro e como tal tem o "Leasing" sido considerado como uma meta de se obter crédito adicional.

As teorias modernas de Administração Financeira ampliam muito o conceito de finanças das empresas e passam a relacionar diretamente nessa área tudo o que diz respeito à maximização da riqueza, ou seja, a utilização melhor, mais eficiente, de todo o patrimônio

empresarial. Alguns autores são arrojados dentro desse ponto de vista, como Ezra Solomon, e outros mais ponderados, como Robert W. Johnson, que situa: "O objeto da administração financeira é providenciar a existência de recursos para o pagamento das contas em dia e procurar maximizar o valor atual dos lucros futuros dos proprietários". O "Leasing", de acordo com as correntes modernas, colocar-se-ia, conseqüentemente, como uma operação financeira "sui generis", diferenciando-se de um empréstimo porque:

- a) não traz recursos numerários,
- b) não é pactuado em carácter de uma dívida oriunda de fornecimento de recursos monetários, e
- c) não resulta de uma operação tradicional de fornecimento de recursos de meios de pagamentos.

O "Leasing", portanto, do ponto de vista empresarial, é um recurso financeiro utilizado, a fim de proteger o capital circulante, evitando a imobilização, mas ensejando paralelamente a utilização de meios que ampliam as possibilidades de produção.

Conceituando-se "Leasing", do ponto de vista empresarial, como uma operação financeira através da qual uma parte cede à outra o uso de um bem durável, mediante um contrato de pagamento de aluguel, infere-se a seguinte situação:

- 1) existência de uma parte interessada em obter a utilização de um bem móvel ou imóvel;
- 2) existência de outra parte que se dispõe a adquirí-lo, em seu próprio nome, obrigando-se a alugá-lo à parte interessada em sua utilização;
- 3) realização da operação de locação do bem por meio de contrato que fixa o valor do aluguel, prazo e de demais condições entre as partes. Portanto, haverá necessariamente:

- a) um objeto a ser locado;
- b) uma parte locadora;
- c) uma parte locatária;
- d) um preço pelo aluguel e a forma de pagá-lo;
- e) um prazo de locação;
- f) um destino a ser dado ao objeto, finda a locação;
- g) uma garantia contratual, quer para o equipamento, quer para o locador;
- h) definição quanto ao pagamento de tributos - que ocorreram;
- i) segurança do equipamento;
- j) direito do locador de inspecionar a utilização;
- l) outros aspectos.

O "Leasing", como qualquer relacionamento entre as partes onde ocorre um interesse patrimonial, pode dar origem a cláusulas contratuais complexas, visando à proteção dos contratantes. Os aspectos jurídicos são importantes na definição dos direitos e obrigações de correntes da contratação. Financeiramente, o destaque primordial é à proteção do capital de giro, ou seja, a ausência de imobilização do capital de giro na mesma época em que se obtêm meios de ampliação da capacidade produtiva ou de utilização. Comprar ou alugar é uma opção que exige cada vez mais dos administradores financeiros soluções que demandem análises.

Fundamentalmente, três interpretações são feitas sobre "Leasing":

- a) locação de bens produtivos;
- b) venda a prazo;
- c) financiamento

Trata-se, entretanto, de um fenômeno patrimonial que ocorre em fases absolutamente distintas. Em um período de tempo, existe uma inquestionável locação, para todos os efeitos de direito. Em outro período, verifica-se uma venda, pelo valor residual, se as partes assim ajustarem. E no período em que ocorrem a locação e a venda o "Leasing" é interpretado como sendo uma forma de financiamento.

Destaca-se uma característica muito particular do "Leasing", considerando-se que o empresário locatário ao procurar a empresa locadora tenciona obter meios de conseguir um bem que supra às suas necessidades, sem o desembolso do dinheiro equivalente ao valor do bem e sem contrair uma dívida pela compra desse bem, não se tornando, pois nem proprietário, nem devedor, mas, simplesmente adquirindo o direito de usar e a obrigação de pagar um aluguel enquanto durar o uso.

Assim, para fins conceituais, "Leasing" deve ser entendido como uma locação ou uma operação financeira através da qual uma parte cede à outra o uso de um bem durável, mediante um contrato de aluguel, distinguindo-se, portanto, de qualquer outro conceito de operações similares, cuja semelhança não é suficiente para identifica-las como "Leasing". Em vários lugares do mundo já se caracterizou o "Leasing" como uma operação "sui generis", recebendo, inclusive tratamento específico das Supremas Cortes de Direito.

#### 3.4.1- Legislação do "Leasing"

A legislação do "Leasing" no Brasil é relativamente recente, e consiste, basicamente, nos seguintes instrumentos jurídicos:

- . Lei 6.099, de 12 de setembro de 1.974 - dispôs sobre o tratamento tributário das operações de arrendamento mercantil,
- . Res. 351, de 17 de novembro de 1.975, - do Banco Central do Brasil — disciplinou as operações de arrendamento mercantil, definiu a competência e regulou a atuação das sociedades autorizadas a prática dessas operações.
- . Circ. 279, de 17 de novembro de 1.975 - do Bacen - baixou normas complementares aos processos de sociedades arrendadoras.
- . Port. nº 565 de 03 de novembro de 1.978 do MF - fixou percentual para constituição da provisão para créditos de liquidação duvidosa pelas Sociedades de Arrendamento Mercantil autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.
- . Port. nº 564 de 03 de novembro de 1.978 do MF - dispôs sobre a apuração de resultados, para efeito de tributação, de operações de arrendamento mercantil.
- . Circ. 404 de 08 de novembro de 1.978 do Bacen - alterou normas operacionais para as sociedades de arrendamento mercantil e introduziu definições sobre a inscrição, como "Créditos em Liquidação" de operações de arrendamento mercantil.

Os principais aspectos contidos na Lei 6.099 serão indicados, a fim de evidenciar a sua amplitude, destacando-se que ela absolutamente não veio alterar praticamente em nada a sistemática que até então se aplicava em operações de "Leasing".

Inicialmente, a Lei nº 6.099 abrange tão somente as operações denominadas "Leasing" Financeiro, ou seja, operações onde são envolvidos o fabricante ou vendedor do bem objeto do arrendamento, a empresa locadora e o locatário, ficando, portanto, excluídas as operações de "Leasing" Operacional, Imobiliários e quaisquer outras modalidades de "Leasing", as quais são supridas pela legislação ordinária sobre aluguéis em geral. Computadores eletrônicos, equipamentos de processamento de dados, máquinas copiadoras são bons exemplos de objetos de "Leasing" Operacional, cujas operações permanecem sem alteração, regidas pela legislação sobre aluguéis em geral.

As empresas locadoras abrangidas pela Lei nº 6.099, são as que fizerem da operação "Leasing" (Financeiro) seu objeto principal de atividade. Os bens destinados a arrendamento mercantil ("Leasing" Financeiro) deverão ser escriturados em contas especiais do ativo imobilizado da locadora.

Sobre o contrato, exige a Lei que haja a opção de compra ou renovação de contrato como faculdade do locatário (arrendatário), bem como seja estabelecido no contrato um preço para a opção de compra ou um critério para a sua fixação.

Todas as operações de arrendamento mercantil ("Leasing" Financeiro), serão subordinadas ao controle e fiscalização do Banco Central, a elas se aplicando, no que couber, toda a legislação relativa ao Sistema Financeiro Nacional e em particular a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1.964.

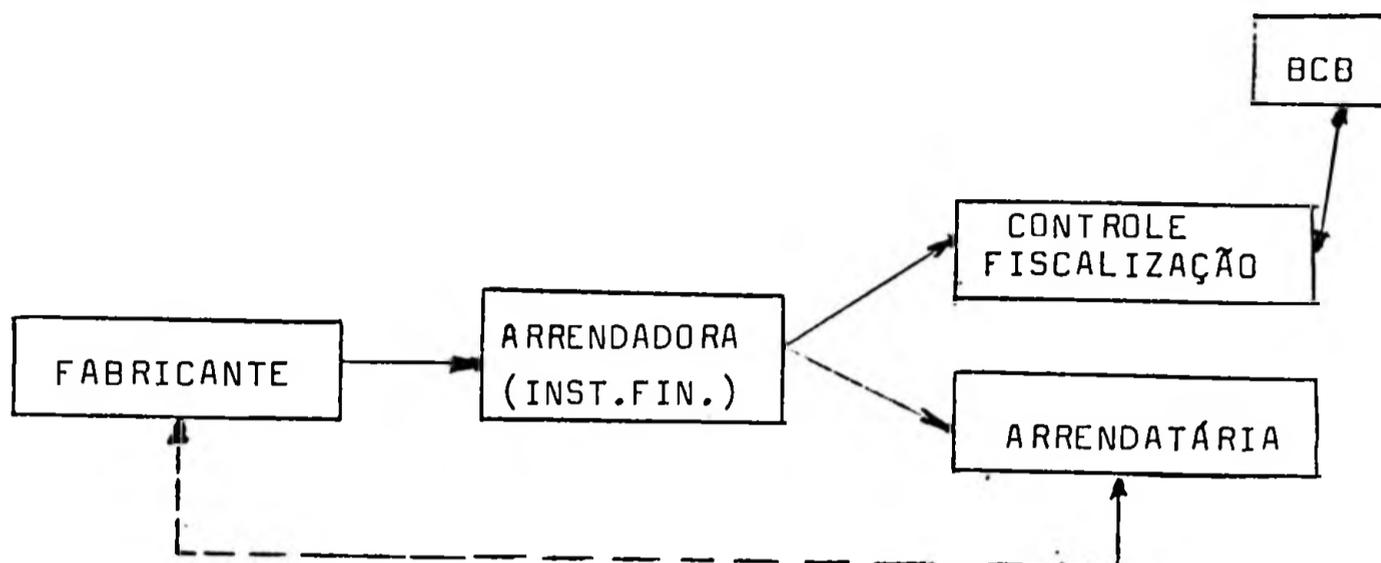
São considerados custos operacionais, para fins de imposto sobre a renda do locatário, as contraprestações pagas ou creditadas por força do contrato de arrendamento mercantil - ("Leasing" Financeiro). No locador as quotas de depreciação do custo de aquisição do bem arrendado são recuperadas através da apropriação da receita — de arrendamento — e, calculadas de acordo com a vida útil do bem, prazo durante o qual se possa esperar a sua efetiva utilização econômica, ajustada, de acordo com os dispositivos da Portaria Normativa nº 564 de 03 de novembro de 1.978 do Ministério da Fazenda, em 10/84 do inverso do número de anos de vida útil normal do bem arrendado.

Esse ajuste corresponde, na prática, em acelerar 30% a depreciação normal.

Supondo o arrendamento de um bem com vida útil normal de cinco anos, tem-se:

A) Taxa de depreciação anual	0,20
B) $\frac{10}{84}$ do inverso do número de anos de vida útil normal $(\frac{10}{84} \cdot \frac{1}{5})$	0,0238095
C) Taxa anual de depreciação ajustada (B x 12)	0,285714
D) Taxa anual acelerada em 30% (0,20 : 0,70)	0,285714

## Esquema operacional:

3.4.2- Contratos de "Leasing" - Cláusulas mínimas(1)

- descrição dos bens que constituem o objeto do contrato, com todas as características que permitem sua identificação;
- o valor das contra prestações e a forma de seu pagamento por períodos determinados, não superiores a um semestre;
- o prazo de vencimento;
- o direito da empresa arrendatária de, no vencimento do contrato, optar pela devolução do bem, pela renovação do contrato ou pela aquisição do bem arrendado;
- o critério para o reajuste do valor da contra prestação, se acordado, admitida a transferência à arrendatária da variação cambial, no caso de bens adquiridos com recursos de empréstimos em moeda estrangeira;

---

Nota:- (1) Resolução nº 351 e Circular 279 do Banco Central.

- . concessão à arrendatária de opção de compra do bem arrendado, devendo ser estabelecido o preço para o seu exercício ou critério utilizável na sua fixação, admitindo-se:
  1. A garantia do valor residual;
  2. O reajuste do preço acordado ou do valor residual garantido;
- . as despesas e os encargos adicionais que ficarem por conta da arrendatária ou da arrendadora;
- . as demais responsabilidades adicionais que vierem a ser convencionadas;
- . condições para renovação do contrato e para eventual substituição do bem arrendado por outro da mesma natureza que melhor atenda às conveniências da arrendatária;
- . faculdade de vistoriar os bens objeto de arrendamento e de exigir da empresa arrendatária a adoção de providências indispensáveis à preservação da funcionalidade e da integridade dos referidos bens;
- . prazo mínimo de vigência de 3 (três) anos, exceto no caso de arrendamento de veículos, hipótese em que o prazo mínimo poderá ser de 2 (dois) anos.

4- ENFOQUE: COMPANHIAS ABERTAS

#### 4- ENFOQUE: COMPANHIAS ABERTAS

##### 4.1- Companhias Abertas

As sociedades anônimas originalmente surgiram para facilitar o aporte de vultosos recursos à realização de grandes empreendimentos. A fim de alcançar esse objetivo fixou-se como responsabilidade dos socios, apenas as importâncias com que concorreram para a formação do capital social.

A limitação da responsabilidade constituiu-se no grande atrativo para a captação de recursos de um grande número de investidores, pois quanto maior o número de sócios, mais facilmente se conseguiriam os recursos para as grandes empresas.

No momento da constituição da sociedade a limitação da responsabilidade era o atrativo e, posteriormente, a distribuição dos resultados proporcionalmente à participação de cada sócio. Essas vantagens mais outras diferenciadoras — em relação nos outros tipos de associações —, como por exemplo: a livre cessibilidade da propriedade das ações, fizeram crescer a quantidade de sociedades constituídas por ações.

Posterior, ao surgimento das sociedades anônimas, e aproveitando seus princípios surgiram outras sociedades como as "sociedades de responsabilidade limitada" as quais, mantinham a responsabilidade dos sócios às suas parcelas de capital, porém com a característica de reduzido número de participantes.

O surgimento das "sociedades de responsabilidade limitada" não inibiu o aparecimento de sociedades anônimas com reduzido número de acionistas cuja principal característica era a manutenção de laços familiares -

entre os sócios (1) e, cujas ações não tinham a circulação própria das sociedades anônimas comuns.

As sociedades anônimas comuns — cujas ações normalmente são negociadas — por se constituírem unidades econômicas de interesse da nação, começaram a receber incentivos governamentais e para serem diferenciadas das demais sociedades anônimas, passam a ser denominadas de sociedades anônimas abertas, e, as demais, de sociedades anônimas fechadas.

A consagração dessa diferenciação — no Brasil — deu-se com a Lei nº 4.506/64 que criou incentivos fiscais às empresas que tivessem suas ações em poder do público. Posteriormente, a Lei 4.728/65 que disciplinou o mercado de capitais, eliminou os requisitos específicos da lei fiscal e em seus arts. 19 e 20 dispôs:

" Art. 19 - Somente poderão ser negociadas nas Bolsas de Valores, os títulos ou valores mobiliários de emissão:

I - de pessoas jurídicas de direito público;

II- de pessoas jurídicas de direito privado registradas no Banco Central.

Art. 20 - Compete ao Conselho Monetário Nacional expedir normas gerais sobre o registro referido no inciso II do artigo anterior, e relativas a:

I - informações e documentos apresentados para obtenção do registro inicial;

---

Nota: (1) MARTINS, Fran - Comentários à Lei das Sociedades Anônimas - vol. 1 , pág. 37.

II - informações e documentos a serem apresentados periodicamente para a manutenção do registro;

III- casos em que o Banco Central poderá recusar, suspender ou cancelar o registro.

§ 1º - Caberá ainda ao Conselho Monetário Nacional, expedir normas a serem observadas pelas pessoas jurídicas referidas neste artigo, e relativas a:

- a) natureza, detalhe e periodicidade da publicação de informações sobre a situação econômica e financeira de pessoa jurídica, suas operações, administração e acionistas que controlam a maioria do seu capital votante;
- b) organização do balanço e das demonstrações de resultado, padrões de organização contábil, relatórios e pareceres de auditores independentes registrados no Banco Central;
- c) manutenção de mandatários para a prática dos atos relativos ao registro de ações e obrigações nominativas, ou nominativas endossáveis".

Após a Lei nº 4.728/65, outros dispositivos vieram regulamentar ou esclarecer o conteúdo da lei, todavia, com o advento da Lei nº 6.404/76 — Lei das S.A.s — outro conceito surgiu: o conceito de companhia aberta (2).

" Art. 4º - Para os efeitos desta lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de balcão.

Parágrafo Único - Somente os valores mobiliários de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários(3), podem ser distribuídos no mercado e negociados em bolsa ou no mercado de - balcão (4)."

- 
- Notas:- (2) Os conceitos de sociedade anônima de capital aberto e de companhia aberta foram unificados pela Resolução nº 457 de 21 de Dezembro de 1.977, a fim de que um maior número de empresas pudesse gozar de estímulos para sua capitalização. Essa resolução revogou as de nºs 106 e 176 - que estabeleciam o mínimo de 20% e aumentos graduativos até 49% das ações ordinárias em mãos do público para as sociedades serem consideradas abertas.
- (3) A Comissão de Valores Mobiliários foi criada em 1.976, através da Lei 6.385 e englobou várias funções anteriormente a cargo do Banco Central.
- (4) Mercado de balcão - a Lei nº 6.385/76, de finiu como atividades do mercado de balcão as realizadas com a participação das empresas ou profissionais integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, excluídas as operações efetuadas em bolsa.

A Lei nº 6.404/76 — Lei das S.A.s — além dos dispositivos acima não caracterizou profundamente as companhias fechadas, ocupando-se preponderantemente das companhias abertas. Fran Martins, a esse respeito assim se pronunciou:

" De fato, só indiretamente há restrição quanto à cessibilidade das ações, já que essas não são negociadas nas bolsas; não há de outro lado, qualquer referência ao número máximo de sócios que podem existir em uma sociedade fechada, já que, tanto essa como a aberta, pode constituir-se apenas com dois sócios.

Igualmente, não há nenhuma referência à importância do capital dessas sociedades, como acontece com as "pequenas sociedades" do direito holandês"

Mais adiante, em seus "Comentários à Lei das S.A.s" Fran Martins, lista as seguintes exceções aos dispositivos gerais e aplicáveis explicitamente às companhias fechadas:

- " a) as companhias fechadas não terão o valor mínimo de suas ações fixado pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderão, entretanto, fixá-lo para as companhias abertas (art.11, § 3º);
- b) Classes de ações ordinárias das sociedades fechadas podem ser estatuídas, em função da forma ou conversibilidade de uma forma em outra, da conversibilidade em ações preferenciais, da exigência de nacionalidade brasileira do acionista ou do direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos, sendo que a alteração do estatuto na parte em que

se refere à diversidade do classes, se não for expressamente prevista e regulada, requerá a concordância de todos os titulares - das ações atingidas (art.16,parágrafo único).

- c) Pelo menos uma das classes de ações ordinárias, quando tiverem as ações a forma ao portador, será obrigatoriamente conversível, à vontade do acionista, em nominativas ou endossáveis (art. 22, parágrafo único).
- d) Os certificados de ações não podem ser assinados por mandatários (art. 24, § 2º).
- e) A aquisição pela companhia de suas próprias ações não fica subordinada às normas da Comissão de Valores Mobiliários (exposição motivos art.30, § 2º).
- f) Pode o estatuto impor limite à circulação das ações nominativas, contanto que não impeça a negociação das mesmas nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria dos acionistas (art.36)
- g) Podem as sociedades fechadas criar partes beneficárias, sem ser para alienação onerosa, (art. 47, parágrafo único).
- h) Não podem delegar ao Conselho de Administração a deliberação sobre a emissão de debêntures, nas condições de que tratam os nºs VI a VIII do art. 58 (art. 59).
- i) Não podem se constituir por subscrição pública do capital, já que para essa há necessidade de de prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários (art. 82).

- j) Os seus livros sociais não podem ser substituídos por registros mecanizados ou eletrônicos (art. 100, § 2º).
- k) Representando o acionista 5% ou mais do capital social pode ser convocado para a assembléia geral por telegrama ou carta registrada (art. 124, § 3º).
- l) Pode o estatuto da sociedade aumentar o "quorum" estabelecido pela lei para certas deliberações, desde que especifique as matérias (art. 128, § 1º).
- m) O administrador não é obrigado a declarar, no termo de posse, o número de ações, e outros valores mobiliários que possua da sociedade, não é também, obrigado a dar essas informações à assembléia nem divulgar as deliberações da assembléia (art. 157 e parágrafos).
- n) Os administradores não gozarão da restrição da responsabilidade por atos que pratiquem dentro de suas atribuições específicas, ficando, assim sempre solidariamente responsáveis com os outros pelos prejuízos, pelo não cumprimento de deveres impostos por lei aos mesmos administradores, para assegurar o funcionamento da companhia (art. 158, § 3º).
- o) A capitalização de reservas por correção monetária pode ser feita com modificação do número de ações (art. 167, § 1º).
- p) As demonstrações financeiras não necessitam ser auditadas por auditores independentes (art. 177, § 3º).

- q) A assembléia geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, ou a retenção de todo o lucro (art. 22, § 3º).
- r) Mesmo que a companhia tenha mais de 30% do valor do seu patrimônio líquido representado por investimentos em sociedades controladas, não necessita elaborar e divulgar, juntamente com suas demonstrações financeiras, demonstrações consolidadas, nos termos do art. 250 (art. 249).
- s) A alienação do controle da companhia fechada não necessita ser divulgada, com a identificação do comprador (art. 254).
- t) A alienação do controle de companhia que necessite de autorização para funcionar não está sujeita à prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do estatuto (art. 255).
- u) A oferta pública para a aquisição de controle de companhia fechada não precisa da participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações do ofertante - (art. 257).
- v) Na incorporação de companhia controlada, se as relações de substituição de ações dos .. acionistas minoritários forem menos vantajosas que a avaliação de que trata o art. 264, os acionistas dissidentes têm o direito de optar pelo valor do reembolso, segundo o valor patrimonial das ações (art. 137 e 45) ou pelo valor do patrimônio líquido a preço de mercado (art. 264, § 3º, b).

- x) As demonstrações consolidadas do grupo que não inclua sociedades abertas não necessitam ser auditadas (art. 275, § 4º)".

A nova Lei das S.A.s, não fixou limite mínimo de capital para as sociedades fechadas, e nem limites máximos tanto ao capital, quanto ao número de acionistas. Isso significa que se tem sociedades anônimas de capital fechado de todo o porte. Em termos da 6.404/76 a definição inicial — não podem negociar em bolsas e no mercado de balcão — constitui o fator diferenciador por excelência das companhias abertas e fechadas.

Todavia, os demais dispositivos — não contidos nas restrições relacionadas — da 6.404/76, são genéricos e aplicam-se tanto as companhias abertas quanto às fechadas.

Aquí foram citados os incentivos fiscais que praticamente originaram o conceito de "abertas" ou "não" às sociedades anônimas. Essa diferenciação fiscal constitui talvez no maior atrativo para a sociedade abrir o seu capital. Com esse atrativo é que o Governo procura dinamizar o mercado de capitais e dentro deste, especificamente, o de ações.

#### 4.1.1- Vantagens Fiscais

As vantagens fiscais podem ser encaradas sob dois pontos de vista: o da empresa e do acionista — investidor —. Os incentivos fiscais à abertura do capital da empresa, sob o ponto de vista da própria empresa são:

	<u>COMPANHIAS</u> <u>ABERTAS</u>	<u>COMPANHIAS</u> <u>FECHADAS</u>
. Tributação do lucro distribuído.	NÃO	SIM
. Podem receber aplicações de fundos fiscais (DL. 157).	SIM	NÃO
. Aplicações prioritárias de investidores institucionais. (5)	SIM	NÃO
. Antecipação do imposto de renda na fonte sobre dividendos recebidos de empresas que participem.	NÃO	SIM

Os investidores — acionistas — também são beneficiados, em termos fiscais, ao aplicarem em companhias abertas. Essas empresas contam com um mercado cativo de grande expressividade ao considerarem as captações diretas ou indiretas que o mecanismo dos incentivos lhes proporciona.

---

Nota:- (5) Fundos de Pensão, Fundos Externos, Cias de Seguro, Fundos Mútuos e o próprio BNDE.

	<u>COMPANHIAS ABERTAS</u>	<u>COMPANHIAS FECHADAS</u>
. Imposto de Renda na Fonte sobre <u>dividen</u> dos distribuídos.	15%	25%
. Abatimento no <u>Impos</u> to de Renda, devido sobre as subscrições de ações novas efe tuadas (desde que <u>fi</u> quem indisponíveis por mais de dois anos)	30%	NÃO
. Abatimentos no <u>Impos</u> to de Renda, devido sobre as subscrições de ações novas de <u>em</u> presas sediadas em áreas prioritárias (Nordeste, Amazonas, Turismo e Pesca).	45%	NÃO
. Opção para compra de ações de fundos 157	SIM	NÃO
. Abatimentos no <u>Impos</u> to de Renda sobre as quantias aplicadas na compra de cotas que fiquem indisponí veis por mais de dois anos).	13,5%	NÃO

Considerando os incentivos fiscais, a instituição do Sistema Financeiro Nacional, a nova Lei das S.A.s e a criação da Comissão de Valores Mobiliários (6), foi a seguinte evolução no número de companhias abertas, desde 1.967.

SOCIEDADES ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO

<u>ANO</u>	<u>NÚMERO DE EMPRESAS</u>	<u>VARIAÇÃO</u>	
		<u>Período Anterior</u> (em %)	<u>1969: Base 100</u>
1967	228a	-	73,5
1968	289a	26,8	93,2
1969	310a	7,3	100,0
1970	400b	29,0	129,0
1971	493b	23,3	159,0
1972	552b	12,0	178,1
1973	610b	10,5	196,8
1974	570b	(6,6)	183,9
1975	565b	(0,9)	182,3
1976	574b	1,6	185,2
1977	547b	(4,7)	176,5
1978	580b	6,0	187,1
1979	595b	2,6	191,9
1980	604c	1,5	194,8

Fontes: (a) Anuário da Bolsa de Valores de São Paulo - 1970 (situação ... 31/12).  
 (b) Anuário da Bolsa de Valores de São Paulo - 1979 (situação ... 31/12).  
 (c) Boletim Informativo da Comissão Nacional de Bolsas de Valores - (situação 30/09/80).

Nota: (6) A Comissão de Valores Mobiliários foi prevista no projeto da Lei das S.A.s com poderes para discipli-

#### 4.2- Emissões de Capital

A Fundação Getúlio Vargas acompanha através das publicações obrigatórias nos Diários Oficiais as comunicações e chamadas de capital das sociedades anônimas brasileiras. Os dados colhidos são tabulados e divulgados mensalmente na revista "Conjuntura Econômica". As operações de emissões de capital são apresentadas em dois quadros principais, o primeiro demonstra a origem dos aumentos de capital, ou seja: criação de novas empresas, incorporação de reservas, reavaliação do ativo, subscrição em dinheiro, incorporação de contas correntes, incentivos fiscais e outras operações, as quais representam em grande parte, ações emitidas em decorrência de fusão ou incorporação de empresas.

O outro quadro demonstra as emissões de capital pelos ramos de atividade econômica, ou seja: agrícola, industrial, comercial, intermediários financeiros, transporte, comunicações e serviços. Esses dados são apresentados por regiões e unidades federadas.

Neste trabalho utiliza-se essencialmente os dados e as informações do primeiro quadro. Considerando, a fonte dos dados pode-se afirmar que as informações não abrangem a totalidade das empresas brasileiras, mas sim tão somente as sociedades anônimas que publicaram anúncios de assembleias de acionistas. Eventualmente, pode-se ter algumas distorções, como a não consideração das sociedades de responsabilidade limitada, eventualmente a não publicação de alguma sociedade anônima, aumentos de capital autorizados, porém não efeti-

---

Nota: (6) nar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas. Esse órgão federal tem como função a disciplina do mercado de títulos privados — ações, debêntures e outros — e subordina-se diretamente ao Conselho Monetário Nacional, estendendo-se seu campo de ação, às companhias abertas, aos intermediários e a outros participantes do mercado de capitais.

vados integralmente ou, até mesmo, cancelados. Outra distorção provocada pelos dados primários seria a realização efetiva do aumento de capital em período distinto àquele da publicação do anúncio do evento.

4.2.1- Emissões de capital das sociedades anônimas  
brasileiras

EMISSIONES DE CAPITAL DAS SOCIEDADES ANONIMAS BRASILEIRAS

1960/1979

	VALORES CONSTANTES				
	1960 1961 1962 1963 1964 1965 1966 1967 1968 1969 1970 1971 1972 1973 1974 1975 1976 1977 1978 1979	IGP (Col.2)		ORTN	
		A correntes (milhões)	B Deflador	C de 1964 (milhões)	D de Julho
	143	1,000	2.281	10,00	228
	179	1,568	4.012	15,20	414
	341	2,163	2.801	19,87	305
	565	2,777	3.430	26,18	364
	2.281	3,449	3.740	32,09	402
	6.291	4,165	4.746	39,00	604
	6.058	4,989	4.392	46,20	474
	9.526	6,009	5.342	55,08	583
	12.899	7,028	5.098	66,93	535
	23.564	8,091	6.670	75,80	712
	21.910	10,412	5.841	89,80	677
	32.102	13,297	7.517	119,27	838
	35.829	18,785	7.333	154,60	891
	53.963	26,798	6.794	213,80	852
	60.821	37,169	6.994	279,04	932
	99.950	57,213	6.824	390,10	1.001
	137.752				
	182.068				
	259.942				
	390.409				

	EVOLUÇÃO REAL					Emissões sobre PIS K%
	IGP		ORTN		Variação do PIS J%	
	1969 Base 100 F.	Ano Anterior G%	1969 Base 100 H	Ano Anterior I%		
	100	27	100	50	10,0	14,6
	100	76 (30)	78	(22)	8,8	10,5
	93	22	97	23	13,3	11,6
	113	(05)	89	(08)	11,7	9,9
	107	31	118	33	14,0	10,3
	141	(12)	112	(05)	9,8	8,5
	123	29	139	24	5,6	9,9
	158	(02)	148	06	9,0	8,8
	143	(07)	141	(04)	4,7	7,8
	147	03	154	09	6,0	7,6
	144	(02)	166	07	6,2	7,1
				82 (26)	2,9	14,3
				19	2,7	9,5
				10	3,8	11,1
				50	4,8	9,7
					11,2	14,6
					10,0	
					9,7	
					10,3	
					5,2	
					1,6	

O quadro de "Emissões de Capital das Sociedades Anônimas Brasileiras", apresenta o total das emissões de capital em cruzeiros correntes e em valores constantes, tanto em moeda de 1.964, quanto em ORTNs. O deflator utilizado foi obtido através dos índices gerais de preços de disponibilidade interna (col. 2) da revista "Conjuntura Econômica" editada pela Fundação Getúlio Vargas. O valor da Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional é o do mês de julho de cada ano.

As comparações e a evolução das emissões de capital foram feitas em função dos valores deflacionados em cruzeiros de 1.964, e considerando-se o montante de ORTNs, em termos médios, de cada período.

O ano de 1.969, foi considerado como ano base. As colunas "F" e "H" mostram o incremento real das emissões de capital em relação a 1.969. A diferença entre os índices das duas colunas deve-se ao critério de determinação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional.

A comparação de um período em relação ao anterior foram confrontadas com a variação do Produto Interno Bruto.

Nos quinze períodos comparados (coluna G), notamos sete anos de emissões de capital inferiores ao período precedente, sendo que em três deles — 1966, 1970 e 1974 — os anos anteriores apresentaram crescimento acima de 25%.

PERÍODOS DE MAIORES VARIAÇÕES (DEFLATOR IGP)

<u>POSITIVAS</u>		<u>NEGATIVAS</u>	
1965/1964	76	1966/1965	(30)
1973/1972	31	1974/1973	(12)
1975/1974	29	1970/1969	(07)
1969/1968	27	1977/1976	(07)
1967/1966	22	1972/1971	(05)
1971/1970	22		

Em relação ao crescimento do PIB verifica-se que nesses quinze anos, em seis anos os acréscimos das emissões de capital superaram o crescimento do Produto Interno Bruto, e nove anos com crescimentos inferiores ao do PIB e decréscimos de emissões em relação ao período anterior.

4.2.2- Composição percentual das emissões de capital das sociedades anônimas brasileiras

COMPOSIÇÃO % DAS EMISSÕES DE CAPITAL DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS

1969/1979

	NOVAS S.A.s	A U M E N T O D E C A P I T A L							TOTAL GERAL
		TOTAL	SUBSCR. DINHEIRO	INCRP. RESERVA	INCRP. C/C	REAV.DE ATIVO	INCENT. FISCAIS	OUTRAS OPERACÕES	
1969	04	96	22	37	02	30	-	05	100
1970	06	44	26	31	04	30	-	04	100
1971	09	91	44	17	03	23	-	04	100
1972	08	92	36	27	03	20	01	05	100
1973	09	91	30	27	03	21	01	08	100
1974	05	95	35	38	03	13	01	06	100
1975	05	95	32	35	04	18	01	07	100
1976	02	98	25	37	04	29	-	03	100
1977	01	99	26	35	ND	25	ND	08	100
1978	01	99	27	35	ND	27	ND	36	100
1979	03	97	14	44	ND	36	ND	15	100

O quadro "Composição percentual de cada fonte do emissão de capital das sociedades anônimas brasileiras", demonstra o nível de participação dessas fontes na formação do capital das sociedades.

A constituição de novas empresas requer a aplicação de recursos, se bem que em alguns casos, refira-se exclusivamente, a transferência de recursos de empresas já existentes. Os anos mais significativos em relação ao total foram os do início da década de 70, os quais apresentaram participações de até nove por cento do total das emissões, esses anos são aqueles considerados como os do "milagre brasileiro", sendo que o de 1.971 é o do auge do "boom" das bolsas de valores.

A participação das "Subscrições em Dinheiro" ou chamadas de capital, nem sempre constituindo-se em "underwritings" ou captação de recursos junto a novos acionistas, tiveram seu ponto maior no ano de 1.971 — quarenta e quatro por cento do total —. Neste ano, as empresas aproveitaram intensivamente o "timing" para o lançamento de novas ações.

Nesses onze anos, essas subscrições nos anos de 71 a 75 se apresentaram com participações superiores a trinta por cento e nos demais períodos só o ano de 1.979 apresentou participação inferior a vinte por cento, mais propriamente, quatorze por cento.

A absorção do débito consignado em "Contas - Correntes" ao Capital, é consequência da transformação de uma dívida em capital de risco. Esses dados deixaram de ser apresentados pela "Conjuntura Econômica" a partir de 1.976.

A "Incorporação de Reservas" e a "Reavaliação dos Ativos", constituíram-se nesta década na maior parcela dos aumentos de capital.

Essa participação deveu-se à instituição da correção monetária do ativo fixo em 1.964, como prática rotineira. Este fato, e mais a incorporação de reservas formadas em períodos anteriores, constituíram-se na parcela mais significativa das emissões de capital. Essa característica mostra o auto-financiamento como uma das fontes de recursos mais aproveitadas, enquanto que nos períodos até 1.963, a maior participação era normalmente devida às subscrições -- entre 1.954 e 1.963 -- as subscrições eram responsáveis por mais de 70% dos aumentos de capital.

AUMENTOS DE CAPITAL EM %

ANO	INCORPORAÇÃO DE RESERVAS	REAVALIAÇÃO DO ATIVO	TOTAL
1969	37	30	67
1970	31	30	61
1971	17	23	40
1972	27	20	47
1973	27	21	48
1974	38	13	51
1975	35	18	53
1976	37	29	66
1977	35	25	60
1978	35	27	62
1979	44	36	80

Ver Quadro: Composição das emissões de capital das S.A.s Brasileiras 1969/79

Os incentivos fiscais são recursos colocados à disposição das empresas e não se constituíram em valores significativos. As outras operações representam as ações emitidas decorrentes de fusões e incorporações de empresas.

4.2.3- Subscrições em dinheiro das sociedades anônimas brasileiras

SUBSCRIÇÕES EM DINHEIRO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS

1960/1979

	VALORES CONSTANTES			
	IGP (Col.2)		ORTN	
	Deflator B	de 1964 (milhões) C	de Julho D	ORTN (milhões) E
	$\frac{\text{correntes}}{\text{(milhões)}} \frac{A}{}$			
1960	72			
1961	77			
1962	176			
1963	242			
1964	377	377	10,00	38
1965	1.134	723	15,20	75
1966	1.665	770	19,87	84
1967	2.429	875	26,18	93
1968	3.911	1.134	32,09	122
1969	5.071	1.218	39,00	130
1970	5.600	1.122	46,20	121
1971	14.007	2.331	55,08	254
1972	12.815	1.823	66,93	191
1973	16.452	2.033	75,80	217
1974	21.062	2.023	89,80	235
1975	31.635	2.379	119,27	265
1976	34.326	1.827	154,60	222
1977	48.127	1.796	213,80	225
1978	71.016	1.911	279,04	255
1979	56.201	982	390,10	144

	EVOLUÇÃO REAL					Emissões sobre o PIB %
	IGP		ORTN			
	1969 Base 100 F	Ano Ante- rior G %	1969 Base 100 H	Ano Ante- rior I %	Varia- ção do PIB J %	
	100	92	100	97	9,7	14,3
		07		12	10,3	9,5
		14		11	5,2	11,1
		30		31	1,6	9,7
		07		07	10,0	14,6
	92	(08)	93	(07)	8,8	10,5
	191	108	195	110	13,3	11,6
	150	(22)	147	(25)	11,7	9,9
	167	12	167	14	14,0	10,8
	166	01	181	08	9,8	8,5
	195	18	204	13	5,6	9,9
	150	(23)	171	(16)	9,0	8,8
	147	(02)	173	01	4,7	7,8
	157	06	196	13	6,0	7,6
	81	(49)	111	(44)	6,2	7,1

Analisando as subscrições em dinheiro de forma análoga às emissões de capital, constatamos que o ano de 1.975, em valores constantes — moeda de 1.964 e em ORTNs —, apresentou a maior cifra em relação aos demais períodos compreendidos entre 1.964 e 1.979.

A utilização dos dois critérios de conversão em moedas constantes, apresenta distorções a partir da apuração do segundo período de maior subscrição em dinheiro. Em valores de 1.964, o segundo período é o ano de 1.971 — (\$ 2.331 milhões); já em ORTNs o segundo período é 1.978 com 255 milhões de ORTNs. Portanto, para uniformidade de análise e conclusões utilizaremos somente os dados de subscrição — em dinheiro convertidos em valores de 1.964.

Considerando 1.969 como ano base, 1.975 e 1971 apresentam quase que o dobro de subscrições, ou seja, respectivamente, ₣ 2.379 e ₣ 2.331 — milhões, contra ₣ 1.218 milhões de 1.969. Somente, para noção de grandeza, 1.979 apresentou ₣ 982 milhões, ou 19% a menos que 1.969. Note-se, porém, que 1.979 foi o ano de menor nível de subscrições desde 1.967, sendo que nos anos compreendidos entre 1.970 e 1.980, somente o de 1.977 — ₣ 1.796 milhões e o de 1.979 — ₣ 982 milhões — apresentaram subscrições abaixo de ₣ 1.800 milhões; despontando os anos de 1.975 — ₣ 2.379 milhões —, 1.971 — ₣ 2.331 milhões —, 1.973 — ₣ 2.033 milhões e 1.974 — ₣ 2.023 milhões — como os quatro anos de melhor performance superando a marca dos ₣ 2.000 milhões.

As colunas "G" e "I" apresentam a evolução — das subscrições em relação ao período anterior, tabulando-se os dados em ordem decrescente da coluna "G", teremos:

EVOLUÇÃO REAL (EM %)

	<u>IGP</u> "G"	<u>ORTN</u> "I"	<u>PIB</u> "J"
1971/1970	108	110	13,3
1965/1964	92	97	14,3
1968/1967	30	31	9,7
1975/1974	18	13	9,9
1967/1966	14	11	4,8
1973/1972	12	14	14,0
1966/1965	07	12	9,5
1969/1968	07	07	10,0
1978/1977	06	13	6,0
1974/1973	01	08	9,8
1977/1976	(02)	01	4,7
1970/1969	(08)	(07)	8,8
1972/1971	(22)	(25)	11,7
1976/1975	(23)	(16)	9,0
1979/1978	(49)	(44)	6,2

A comparação da evolução das subscrições em dinheiro e o crescimento do PIB, evidencia o esforço de capitalização das sociedades anônimas através das chamadas de capital. Esse esforço denota a ansiedade de acompanhar o desenvolvimento econômico, o que se torna mais evidente quando se analisa o ano que apresenta decréscimo com o crescimento do período imediatamente anterior, e se nota que o ano precedente ao do decréscimo geralmente apresentou vultosas subscrições. É o caso dos anos de 72 em relação a 71, 76 em relação a 75 e o de 79 em relação a 78. A exceção é o ano de 1.970 em relação a 1.969, e que por outro lado, precederam o "boom" bursátil.

4.2.4- Subscrições em dinheiro das companhias abertas

SUBSCRIÇÕES EM DINHEIRO DAS COMPANHIAS ABERTAS

1960/1978

	VALORES CONSTANTES					EVOLUÇÃO REAL					Emissões Sobre o PIB %	
	IGP (Col.2)		ORTN			IGP		ORTN				PIB %
	Deflator B	C	D	E	F	G %	H	I %	J %			
										de 1964 (milhões)		de Julho (milhões)
	A											
1960	25											9,7
1961	10		10,00		07							10,3
1962	24		15,20		10							5,2
1963	44		19,87		04							1,6
1964	73	73	26,18		15							2,9
1965	145	92	32,09		28				43			2,7
1966	83	38	39,00		50				(60)			3,8
1967	400	144						26	275			4,8
1968	911	264						(59)	87			11,2
1969	1.944	467						279	79			10,0
1970	2.114	424	46,20		46			83				8,8
1971	6.350	1.057	55,08		115			(09)	(08)			13,3
1972	5.433	773	66,93		84			149	150			11,7
1973	6.636	820	75,80		88			(27)	(30)			14,0
1974	8.967	861	89,80		100			06	09			9,8
1975	12.133	912	119,27		102			05	14			5,6
1976	20.970	1.116	154,60		136			06	02			9,0
1977	23.557	879	213,80		110			22	33			4,7
1978	27.366	736	279,04		98			(21)	(19)			6,0
1979			390,10					(16)	(11)			6,2
												0,33
												0,13
												0,46
												0,74
												1,20
												1,02
												2,30
												1,50
												1,33
												1,25
												1,20
												1,34
												1,01
												0,80

Fonte: Banco Central e Comissão de Valores Mobiliários

O quadro de evolução das "Subscrições em Dinheiro das Companhias Abertas" de acordo com dados fornecidos primeiramente pelo Banco Central e posteriormente pela Comissão de Valores Mobiliários, demonstra que a última década apresentou, em termos reais, desempenho superior aos dos anos sessenta.

Em valores constantes os melhores anos foram o de 1.976 e o de 1.971, porém em valores relativos o melhor ano da década foi o de 1.971 que atingiu 2,3% do PIB, seguido pelo ano de 1.972 com 1,5% do PIB, enquanto que 1.976 - atingiu a marca de 1,34% do PIB, apesar de apresentar o maior valor absoluto.

As subscrições em dinheiro têm mostrado, em valores constantes, tendência de queda, 1.976 -  $\text{C}\$$  1.116 milhões, 1.977 -  $\text{C}\$$  879 milhões e 1978 -  $\text{C}\$$  736 milhões.

As relações "Subscrições" sobre "PIB" também demonstram a tendência de diminuição de novos aportes em dinheiro às companhias abertas: - 1.976 - 1,34%, 1.977 - 1,01% e 1.978 - 0,8% do PIB.

5- ENDIVIDAMENTO E INFLAÇÃO

## 5- ENDIVIDAMENTO E INFLAÇÃO

### 5.1- A inflação e o mercado de ações

#### 5.1.1- Proteção contra a inflação

As ações têm sido apontadas como proteção eficiente contra a inflação ("hedge"). Dentre as espécies de ações, a ordinária, em situações inflacionárias, apresentaria uma melhor garantia contra a inflação, do que as ações preferenciais ou obrigações (1), pois tenderiam a aumentar de cotação pela elevação do valor do ativo real durante um período inflacionário.

Fisher e Keyner em seus trabalhos concluíram que o conjunto de sociedades anônimas é devedor em termos monetários, beneficiando-se com a inflação pela liquidação das dívidas em moeda depreciada (2). Outro argumento utilizado para justificar o benefício usufruído pelas sociedades, face a inflação, é que os credores não antecipam perfeitamente a taxa de inflação, ou que decorre um tempo bastante longo antes da taxa nominal de juros refletir corretamente as expectativas de inflação.

Esse argumento tem maior validade em nosso mercado (3) de crédito, visto a fixação das taxas de juros, bem como, a existência de créditos com taxas de juros subsidiadas.

Mitchell e Hamilton argumentam que a inflação provoca uma elevação de preços em maior velocidade que os reajustes salariais. Esse argu

---

Notas: (1) WESTON, Fred J. e BRIGHAM, Eugene F., Administração Financeira de Empresas, Rio de Janeiro, Ed. Intermérica, 1979.

mento apoia-se no fato de que existem imperfeições no mercado de trabalho, pois os reajustes salariais tendem a não acompanhar o nível geral de preços(4).

O argumento de Mitchell e Hamilton pode ser aceito parcialmente para o caso brasileiro, devido à existência dos controles de preços dos produtos exercidos a nível governamental pelo Conselho Internacional de Preços (CIP), que autoriza os aumentos dos preços dos produtos com base em mapas de custos, e em muitos casos esses aumentos não chegam à refletir a sua variação. Todavia, no caso de empresas não "cipadas", ou fora do controle do CIP, poder-se-ia associar lucros crescentes e elevação de preços das ações em épocas inflacionárias.

Corroborando esse argumento, a atitude dos analistas e consultores de investimento usualmente que, aconselham a compra de ações emitidas por empresas não "cipadas", como fato correto nas sociedades corretoras de valores mobiliários.

- 
- Notas: (2) FISCHER, Irving - The Purchasing Power of Money  
KEYNER, J.M. - Tract on Monetary Reform, citado por Contador, Claudio
- (3) KESSEL, R.A. e ALCHIAN A.A. - Inflation and Stock Prices, citado por Contador, Claudio.
- (4) MITCHELL, W.C. Gold - Prices and Wages Under the Greenback  
HAMILTON, E.J. - Profit Inflation and the Industrial Revolution, citado por Contador, Claudio.

### 5.1.2- Aspectos desfavoráveis

Comprovações empíricas do efeito das afirmações de Fischer/Keyner e Mitchell/Hamilton, têm apresentado resultados desfavoráveis aos princípios econômicos anteriores. Essas comprovações empíricas tomaram por base observações centradas nos mercados acionários de vários países, como: Argentina, Brasil, Canadá, Estados Unidos, México e Venezuela, demonstraram que a expectativa inflacionária é negativa para o mercado de ações, As comprovações têm demonstrado que a proteção contra a inflação, através das ações, é mera falácia (5).

Subsidiando a comprovação empírica há ainda as afirmações contidas no princípio da taxaço injusta, e nas hipóteses levantadas por Keran.

A taxaço injusta baseia-se que os lucros são sobretaxados nos períodos inflacionários pela aplicação e manutenção das taxas de impostos, quer normais ou progressivos. Considerando a existência de lucros nominais crescentes, em situações de elevação do nível geral de preços, as taxas de impostos poderão tornar o lucro final disponível aos acionistas, em termos reais, inferiores àqueles que a empresa normalmente vinha distribuindo ou capitalizando.

Keran, em seu trabalho concluiu que existem imperfeições quando confrontada a expectativa de lucros e a expectativa da taxa nominal de juros (6).

---

Notas: (5) CONTADOR, Cláudio R. - Política Monetária, Inflação e o Mercado de Ações no Brasil.

(6) KERAN, M.W. - Expectations, Money and the Stock Market.

A expectativa da taxa nominal de juros tende a refletir uma variação maior que a expectativa de geração de lucros. De acordo com Keran, o preço das ações tenderia a cair em situações inflacionárias.

A exacerbação do processo inflacionário força o investidor a emigrar para aplicações que proporcionem as seguintes vantagens:

- . ausência de riscos;
- . conhecimento prévio da remuneração;
  - quer através de taxas pré-fixadas,
  - quer através de taxas pós-fixadas;
- . não exposição à inflação

A aplicação em valores mobiliários que apresenta ausência de risco submete o investidor, em termos de expectativa e considerando remunerações abaixo das taxas inflacionárias, a perda minimizada à diferença entre a taxa de inflação e a taxa de remuneração do investimento. Esse fato ocorre tanto nos casos de conhecimento prévio das taxas de remuneração, aplicações em Letras de Câmbio (LCs), Certificados de Depósitos Bancários (CDBs); quanto nas aplicações com taxas pós-fixadas, seriam os casos da LCs e CDBs com pós-fixação de remuneração, e mesmo Cadernetas de Poupança (CPs).

As aplicações isentas de exposição à inflação já requerem maior envolvimento e participação do investidor, quer seja através da procura e definição no que investir, quanto a assunção passageira ou efetiva de menor liquidez e rentabilidade financeira para essa aplicação. Se

ria o caso típico da aplicação em imóveis, apesar de apresentar valorização pela inflação ou pelo aumento vegetativo da demanda, encerra, em termos financeiros, retorno abaixo das demais aplicações — geralmente o aluguel do imóvel, além do risco, representa um retorno de mais ou menos 1% a.m. do valor venal do imóvel — .

### 5.1.3- A experiência brasileira

O mercado de capitais, de acordo com o exposto em 2, é, aquele segmento do mercado financeiro especializado em operar com prazos médios, longos e indeterminados de financiamento.

A segmentação do mercado de capitais pode ser visualizada no quadro abaixo:

Mercado de Capitais	}	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Operações com créditos a prazos médios e longos.</li> <li>. Operações com prazos indeterminados (mercado de ações).</li> </ul>
---------------------	---	---

As operações junto ao mercado de ações, por sua vez, são segmentadas em dois tipos, ou seja: operações no mercado primário e operações no mercado secundário ou bursátil.

O mercado de capitais brasileiro está associado à concentração da coisa financeira nas agências estatais, tanto no lado da captação de recursos — mais de 60% — quanto no lado

da aplicação desses recursos. As agências governamentais praticamente fixam a remuneração mínima dos recursos captados — compulsória e voluntariamente —, garantindo o patamar mínimo de 4 a 6% a.a. de juros mais correção monetária a posteriore e incentivos fiscais (1).

A concentração de recursos nos organismos estatais propicia a aplicação à taxa de juros negativas, estreitando os limites para a ampliação do mercado de ações, devido a opção existente para o poupador entre uma remuneração garantida e uma aplicação incerta, de baixa liquidez e de alto risco.

Por outro lado, a própria empresa, evidentemente, prefere o endividamento, a "spreads" negativos, do que financiar sua expansão através de lançamento de novas ações e principalmente oferecer ao acionista (poupador) um tratamento e remuneração condigna.

Considerando, esses fatos, os autores do trabalho: "A Inflação e o Mercado de Capitais - A Experiência Brasileira", concluíram que o mercado de ações no Brasil sobrevive, também, graças à ação do próprio Estado, o qual criou uma série de incentivos ao mercado de ações, como:

- . Fundos Mútuos Fiscais (DL. 157)
- . Incentivos com base no Imposto de Renda - às pessoas físicas e jurídicas
- . Financiamentos aos próprios acionistas (PROCAP)
- . Financiamentos aos Bancos de Investimentos para aquisição de ações (BNDE e PIS PASEP).

---

Nota: (1) DA SILVA, Moura Adroaldo - LUNA, Vidal Francisco e DA CRUZ, Nogueira Hélio: Inflação e Mercado de Capitais a Experiência Brasileira

Desta forma, os autores concluem que o mercado de ações é artificial e é vítima e beneficiário do sistema maior que opera à taxas de juros negativas. Além disso, afirmam:

" O objetivo de fortalecer a empresa privada nacional, via mercado de ações, não é um problema específico desse mercado. É o problema da própria organização do mercado de capitais do Brasil".

#### 5.1.4- Aspectos sociais (1)

A aplicação em ações, do ponto de vista social, torna as empresas menos vulneráveis às consequências de quedas em vendas e lucros.

As empresas constituem um dos principais segmentos da economia e seu financiamento através de ações, não envolvendo pagamentos de despesas fixas e amortizações da dívida possibilita enfrentarem períodos recessivos com uma tranquilidade maior.

Por outro lado, em períodos de recessão o preço das ações caem, o que eleva o custo do financiamento via emissão de ações. Como consequência, há elevação do custo global de capital para a firma, e logicamente, ocorrem reduções nos investimentos. De forma agregada a redução nos investimentos empresariais agrava o processo recessivo.

---

Nota: (1) WESTON, Fred J., e BRIGHAM, Eugene F., - Administração Financeira de Empresas, Rio de Janeiro, Ed. Intamericana, 1.979.

Em períodos de expansão econômica o preço das ações acompanham a evolução da economia e há uma queda no custo do financiamento, via ações, e conseqüentemente, maiores investidores que, também em forma agregada tendem a gerar um aumento na inflação.

Os reflexos nos custos de capital da empresa, tanto em períodos recessivos quanto em épocas de expansão econômica, funcionam como ampliações conseqüentes a essas flutuações econômicas cíclicas. Todavia, os autores acreditam, que os efeitos benéficos do financiamento, via capital próprio — ações — tem o mérito indiscutível de funcionar como estabilizador ou amortecedor dos efeitos negativos à empresa de uma queda nas vendas, e posteriormente, nos lucros.

#### 5.1.5- Psicologia do Investidor

Neste capítulo, cabe registrar um componente importante, apesar de imponderável, ou seja, as atitudes do investidor.

É de conhecimento geral, a aversão nata do investidor pelo risco. Essa aversão é maior quando há um clima de pessimismo e preocupação quanto ao futuro. A confiança dos investidores na empresa e na conjuntura econômica deve ser considerada por ocasião da emissão de ações.

O clima de otimismo e esperança em termos gerais favorece a captação de recursos através de capitalização, via emissão de ações.

Considerando, que a atitude dos investidores — em termos pessimistas ou otimistas — , pode aumentar ou diminuir o custo do capital próprio das empresas, através das variações nas taxas de retorno exigidas, as argumentações favoráveis e desfavoráveis quanto aos efeitos da inflação no mercado de ações, dependerá diretamente dos efeitos da inflação no ânimo dos investidores.

Evidentemente, também neste caso tem-se os efeitos recessivos ou expansionários amplificados dada a retração ou disposição dos investidores em assumir riscos.

5.2- Alavancagem financeira e inflação

Os efeitos da inflação sobre a determinação da alavancagem financeira, foi exaustivamente demonstrado por MARTINS, Eliseu em seu livro "Análise da Correção Monetária das Demonstrações Financeiras — Implicações no Lucro e na Alavancagem Financeira". Esses efeitos podem ser visualizados pelo exame do Grau de Alavancagem Financeira desenvolvido nos exemplos do capítulo quatro do mencionado livro:

BALANÇO INICIAL:

Ativos Monetários	\$ 30.000	Empréstimos	\$ 25.000
Ativos não monetários	\$ 10.000	Capital	\$ 15.000
	\$ 40.000		\$ 40.000
	-----		-----

RESULTADOS:

	<u>SEM INFLAÇÃO</u>	<u>INFLAÇÃO DE 25%</u>
	\$	\$
Receitas Operacionais	40.000	40.000
Despesas operacionais	(27.000)	(27.000)
Lucro antes das despesas financeiras	13.000	13.000
Despesas financeiras	(7.500)	(7.500)
Lucro operacional	5.500	5.500
Correção monetária	-	(1.250)
Lucro líquido	5.500	4.250
	-----	-----
Retorno do ativo	32,5%	29,38%
Custo da dívida	30 %	30 %
Retorno do patrimônio líquido	36,67%	28,33%
Grau de alavancagem financeira	1,1282	0,9645

O autor através do exemplo, demonstrou que a aplicação direta dos princípios da legislação brasileira de correção de balanços, prejudica a análise da empresa, em termos de determinação do "Grau de alavancagem financeira" (GAF), pois de uma situação de  $GAF > 1$ , portan

to, favorável após a consideração dos efeitos inflacionários, de acordo com a legislação, se apresenta um GAF de 0,9645, ou  $< 1$ , portanto desfavorável.

Mais adiante, o autor afirma que a verdadeira determinação do GAF em situações inflacionárias, somente se verifica através da utilização dos princípios da "contabilidade a nível geral de preços". da conversão em moedas estrangeiras estáveis, ou da conversão em uma moeda fictícia estável. Para tanto, é recalculada a demonstração de resultados e o próprio "Grau de alavancagem financeira" pelos princípios de "contabilidade a nível de preços".

## Resultado, pela CNGP

Receitas operacionais	\$ 40.000 x 1,12 =	\$ 44.800
Despesas operacionais	\$ (27.000) x 1,12 =	<u>\$ (30.240)</u>
Lucro antes das perdas nos ativos monetários		\$ 14.560
Perdas nos ativos monetários:		
. no saldo inicial	\$ 30.000 x 25 % =	\$ (7.500)
. nos acréscimos	\$ 13.000 x 12 % =	<u>\$ (1.560)</u>
		<u>\$ (9.060)</u>
Lucros antes das despesas financeiras		\$ 5.500
Despesas financeiras:		
. valor bruto	\$ (7.500) x 1,12 =	\$ (8.400)
. ganhos nos empréstimos	\$ 25.000 x 25 % =	\$ 6.250
. ganhos nos encargos apropriados e não pagos	\$ 7.500 x 12% =	<u>\$ 900</u>
		<u>\$ (1.250)</u>
		\$ 4.250
Lucro Líquido		

	SEM INFLAÇÃO	COM INFLAÇÃO	
		LEGISLAÇÃO	CNGP
. Retorno do ativo	32,5 % a	29,38 % b	13,75 % c
. Custo da dívida	30 % d	30 % d	5 % e
. Retorno do patrimônio líquido	36,67% f	28,33 % g	28,33 % g
. Grau de alavancagem financeira	1,1282 h	0,9645 i	2,0606 j

$$a) \text{ RSA} = \frac{\text{LADF}}{\text{ATI}} = \frac{\$ 13.000}{\$ 40.000} = 32,5 \%$$

$$b) \text{ RSA} = \frac{\text{LADF}}{\text{ATI}} = \frac{\$ 4.250 + \$ 7.500}{\$ 40.000} = \frac{\$ 11.750}{\$ 40.000} = 29,38 \%$$

$$c) \text{ RSA} = \frac{\text{LADF}}{\text{ATI}} = \frac{\$ 5.500}{\$ 40.000} = 13,75 \%$$

$$d) \text{ CD} = \frac{\text{DF}}{\text{PI}} = \frac{\$ 7.500}{\$ 25.000} = 30 \%$$

$$e) \text{ CD} = \frac{\text{DF}}{\text{PI}} = \frac{\$ 1.250}{\$ 25.000} = 5 \%$$

$$\begin{aligned}
 \text{f) } \frac{\text{RSPL}}{\text{PLI}} &= \frac{\text{LL}}{\text{PLI}} = \frac{\$ 5,500}{\$ 15,000} = 36,67 \% \\
 \text{g) } \frac{\text{RSPL}}{\text{PLI}} &= \frac{\text{LL}}{\text{PLI}} = \frac{\$ 4,250}{\$ 15,000} = 28,33 \% \\
 \text{h) } \frac{\text{GAF}}{\text{RSA}} &= \frac{\text{RSPL}}{\text{RSA}} = \frac{36,67 \%}{32,5 \%} = 1,1282 \\
 \text{i) } \frac{\text{GAF}}{\text{RSA}} &= \frac{\text{RSPL}}{\text{RSA}} = \frac{28,33 \%}{29,38 \%} = 0,9645 \\
 \text{j) } \frac{\text{GAF}}{\text{RSA}} &= \frac{\text{RSPL}}{\text{RSA}} = \frac{28,33 \%}{13,75 \%} = 2,0606
 \end{aligned}$$

O autor infere:

" A conclusão importante, nesta altura, é que a alvancagem financeira numa situação inflacionária não é vista e calculada diretamente a partir das demonstrações de resultados elaborados à luz da legislação vigente. É necessária sua adaptação, ou melhor, sua reelaboração para o cálculo adequadô. Para esse cálculo é necessário que se desmembrem os ganhos e perdas nos ítems monetários: as perdas nos ativos monetários devem ser deduzidas do lucro gerado pelos ativos, já que esses ativos se deterioram parcialmente pela inflação; e os ganhos nos passivos monetários devem ser considerados como uma redução dos encargos financeiros, já que ambos se originam da mesma fonte e apenas sua diferença reflete de fato o custo de manter a dívida".

5.2.1- Exposição à inflação

Voltando ao exemplo desenvolvido, notamos pela "CNPQ", que o "RSA" real é de 13,75 % e o "CD" real foi de 5%. A diferença de 8,75% alavancará o lucro dos proprietários da empresa para 28,33%, ou seja, 2,0606 vezes.

. Patr. Líquido	\$ 15.000 x 13,75% = 2.062,50 -- 13,75% n/ PLI
. Empréstimos	\$ 25.000 x (13,75 - 5)% = <u>2.187,50</u> -- 14,58% n/ PLI
	\$ <u>4.250,00</u> -- <u>28,33%</u> n/ PLI

A existência da inflação tornou o GAF de 1,1282 igual a 2,0606, porém o aumento da alavancagem encobre à queda de  $\text{R}\$ 1.250$  nos lucros distribuíveis. Essa queda nada mais é do que a diferença entre os ajustes do Patrimônio Líquido e o Ativo Permanente.

Capital	\$15.000 x 25% = \$(3.750)
Ativo Permanente	\$10.000 x 25% = <u>\$ 2.500</u>
	\$ (1.250)

Em outras palavras, pode-se dizer que os  $\text{R}\$ 1.250$  representam a perda pela exposição à inflação dos valores monetários.

Ativos monetários	\$ 30.000
Empréstimos	<u>\$(25.000)</u>
Exposto ("exposure")	\$ <u><u>5.000</u></u>

$$\text{R}\$ 5.000 \times 25\% = \text{R}\$ 1.250$$

5.2.2- Cobertura à inflação

A cobertura à inflação ocorre, quando os ativos monetários são inferiores aos passivos monetários. Alterando-se a composição dos ativos da empresa do exemplo anterior, teríamos:

BALANÇO INICIAL

Ativos monetários	\$ 20.000	Empréstimos	\$ 25.000
Ativos não monetários	<u>\$ 20.000</u>	Capital	<u>\$ 15.000</u>
	<u>\$ 40.000</u>		<u>\$ 40.000</u>

Pela legislação vigente a conta de "Correção Monetária", neste caso, apresentaria um saldo credor de  $\text{R}\$ 1.250$ , resultantes do cálculo, abaixo:

Capital	$\$15.000 \times 25\% =$	$\$(3.750)$
Ativo Permanente	$\$20.000 \times 25\% =$	$\$ 5.000$
		$\$ \underline{\underline{1.250}}$

O novo demonstrativo de resultados, apresentaria o lucro líquido de  $\text{R}\$ 6.750$ , refletindo o ganho pela cobertura da inflação.

O demonstrativo de resultados pela "Contabilidade a nível geral de preços", possibilitaria o cálculo do novo "Grau de alavancagem financeira".

## Resultado, pela CNPC

Receitas operacionais		\$ 40.000 x 1,12 =	\$ 44.800
Despesas operacionais		\$(27.000)x 1,12 =	<u>\$(30.240)</u>
Lucro antes das perdas nos ativos monetários			\$ 14.560
Perdas nos ativos monetários:			
. no saldo inicial	\$ 20.000 x 25% =	\$(5.000)	
. nos acréscimos	\$ 13.000 x 12% =	<u>\$(1.560)</u>	<u>\$ (6.560)</u>
Lucro antes das despesas financeiras			\$ 8.000
Despesas financeiras:			
. valor bruto	\$ (7.500)x 1,12=	\$(8.400)	
. ganhos nos empréstimos	\$ 25.000 x 25% =	\$ 6.250	
. ganhos nos encargos apropriados e não pagos	\$ 7.500 x 12% =	<u>\$ 900</u>	<u>\$ (1.250)</u>
Lucro líquido			\$ <u>6.750</u>

$$\text{RSA} = \frac{\text{LDF}}{\text{ATI}} = \frac{\$ 8.000}{\$40.000} = 20\%$$

$$\text{RSPL} = \frac{\text{LL}}{\text{PLI}} = \frac{\$ 6.750}{\$15.000} = 45\%$$

$$\text{GAF} = \frac{\text{RSPL}}{\text{RSA}} = \frac{45\%}{20\%} = 2,25$$

Examinando-se os cálculos acima, verificamos que há uma melhora sensível nos índices de Retorno sobre o ativo (RSA), Retorno sobre o patrimônio líquido (RSPL) e, conseqüentemente, no próprio "Grau de alavancagem financeira" (GAF).

O RSA que era de 13,75% passa a 20%, o RSPL de 28,33% atinge os 45% e o GAF de 2,0606 passa a 2,25 ou, quase, 10% a mais de variação.

Pela hipótese, Fischer/Keyner, que considera o conjunto das sociedades anônimas, devedor em termos monetários, concluímos que a presença da inflação, sob este aspecto, está beneficiando as empresas com passivos a descoberto.

### 5.2.3- Valorizações

A legislação vigente e a própria contabilidade, não reconhecem os efeitos de valorizações de ativos além da taxa inflacionária ou do índice fixado para a correção dos demonstrativos contábeis (1).

A contabilidade não considera resultados não realizados, por não ter havido nenhuma transformação ou negociação envolvendo o ativo beneficiado pelas valorizações.

Ora, empiricamente sabemos que há ativos que se valorizam acima da taxa de inflação, ou mesmo, bem acima do índice de correção. Nessas situações, o patrimônio dos proprietários da empresa deixa de ser retratado adequadamente pela contabilidade, a alavancagem financeira real deixa de ser determinada pelos analistas e, provavelmente alguns acionistas serão prejudicados por venderem suas ações abaixo do valor real, devido o desconhecimento da situação favorável da empresa quanto a este aspecto (2).

---

Notas: (1) MARTINS, Eliseu - Análise da Correção Monetária das Demonstrações Financeiras - Implicações no Lucro e na Alavancagem Financeira - cap. 1.

(2) Este fato foi inclusive reconhecido pela legislação permitindo a reavaliação de bens pelo seu justo valor de mercado quando desejável.

## 6- EVOLUÇÃO DA ALAVANCAGEM E COTAÇÕES

## 6- EVOLUÇÃO DA ALAVANCAGEM E COTAÇÕES

O aumento do endividamento das empresas adiciona ao risco empresarial normal também um correspondente risco financeiro — de acordo com a teoria tradicional de estrutura financeira — . Conjugando-se o risco financeiro e o risco empresarial, surge a perspectiva de maiores lucros para as empresas. Deste modo a expectativa de lucros e a noção de risco assumido pelo investidor levaria a incrementar a cotação das ações da empresa.

Conforme foi demonstrado em capítulos anteriores o endividamento proporciona a expectativa de maiores lucros como também, pelos efeitos desfavoráveis do "leverage", aumenta a possibilidade da empresa não distribuir aos acionistas devido aos encargos financeiros fixos e até mesmo por causa da amortização das próprias dívidas.

Ao acréscimo das obrigações empresariais deverá corresponder, em termos teóricos, um acréscimo dos ativos operacionais. O conjunto de ativos operacionais gerará as receitas que cobrirão os custos operacionais e os custos financeiros. O remanescente após a cobertura de todos os custos é o lucro, a ser capitalizado ou distribuído aos acionistas.

A presença de encargos financeiros apresenta o paradoxo dos riscos combinados tanto favoráveis quanto desfavoráveis. Essa incerteza estaria refletida no comportamento das cotações das ações em bolsa de valores.

### 6.1- Metodologia adotada

A fim de constatar, em termos reais, as assertivas teóricas, tomar-se-á como base a evolução do endividamento empresarial e se confrontar à esse endividamento com os resultados reais proporcionados pelas ações na Bolsa de Valores de São Paulo.

Para tanto utilizar-se-á os dados apontados pela seção de "Análise Setorial" dos anuários da Bolsa de Valores de São Paulo. Este estudo apresentará o período compreendido entre 1.974 e 1.979 e, quando possível, apontará o endividamento da empresa em 1.970.

Optou-se por esse comparativo para constatar na prática, as afirmações da teoria financeira devido à intensa utilização, no mercado de ações brasileiro, da bonificação em ações (1) e até mesmo pela própria oferta de direitos de subscrição a preços inferiores ao do mercado acionário (2).

A existência desses eventos dificultando o acompanhamento direto de uma extensa gama de ações de diferentes empresas levou à opção pela utilização das análises divulgadas nos anuários de 78 e 79 da Bolsa de Valores de São Paulo.

Assim sendo, tomou-se a análise das 99 (3) ações mais representativas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, em termos de indicadores de rentabilidade. Esses indicadores são denominados: Indicador da taxa de lucratividade, Indicador da taxa de retorno e Indicador da taxa de evolução do preço do mercado.

- 
- Notas: (1) De acordo, com o Anuário 78 da BVSP - "Stock dividends", alterado no Anuário 79 para "Stock bonuses".
- (2) De acordo com o "Dicionário do Mercado de Capitais e Bolsas de Valores" da ABAMEC, a "Oferta de Direitos" é a oferta feita por uma empresa a seus acionistas, dando-lhes a oportunidade de comprar novas ações por um preço determinado, em geral, abaixo do preço corrente do Mercado, e dentro de um prazo relativamente curto.
- (3) Não incluiremos os Intermediários Financeiros

## 6.2- Taxa de lucratividade (L)

A taxa de lucratividade é representada pela letra "L", e de acordo com o Anuário 79 da Bolsa de Valores de São Paulo, os seguintes pressupostos foram assumidos.

- a) Realização de um investimento teórico de ...  
R\$ 10.000,00 na compra da ação estudada, ao preço de fechamento de dezembro de 1.974.
- b) Ajuste da quantidade teórica pelas bonificações e subscrições recebidas.

A nova quantidade teórica é obtida da fórmula:

$$Q_t = Q_{t-1} \times \frac{P_{\text{com } t}}{P_{\text{ex } t}}$$

onde:

$Q_t$  = Quantidade teórica nova

$Q_{t-1}$  = Quantidade teórica antiga

$P_{\text{com } t}$  = Preço da ação na data "t", antes de serem recebidas as bonificações e/ou exercidos os direitos de subscrição.

$P_{\text{ex } t}$  = Preço teórico da ação na data "t", após serem recebidas as bonificações e/ou exercidos os direitos de subscrição.

t = Data da última cotação "com" proventos da ação.

- c) Reinvestição dos dividendos recebidos. A reinversãõ dos dividendos implica em aumento da quantidade teórica. A nova quantidade é assim obtida:

$$Q_t = Q_{t-1} \times \left( 1 + \frac{D}{P_{ex\ t}} \right)$$

onde:

D = Dividendos pagos por ação (cruzeiros)

$P_{ex\ t}$  = Preço da ação, em "t" após o recebimento dos dividendos

- d) Deflator utilizado: valor mensal das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional.

O índice é, portanto, dado pela multiplicação, a cada mês, do preço de fechamento da ação pela respectiva quantidade teórica.

A taxa de lucratividade é o incremento percentual no índice para o período de um ano, já descontado o efeito inflacionário.

### 6.3- Taxa de retorno (R)

Para o cálculo da taxa de retorno do investimento, são válidos os procedimentos (a), (b) e (d), do item anterior. Os dividendos, contudo, não são reinvestidos, constituindo-se em entradas de caixa no momento em que são distribuídos pelas empresas.

Dessa forma, monta-se um fluxo de caixa em que é efetivado um desembolso no início de cada ano ..... (R\$ 10.000,00). As entradas de caixa são os dividendos e a venda teórica das ações no final do período.

A taxa de retorno é a taxa que iguala o valor presente do fluxo de recebimentos ao desembolso inicial. Já são considerados os efeitos da inflação sobre o fluxo.

A taxa de retorno mensal é obtida na seguinte equação:

$$I = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t}$$

onde:

I = investimento inicial

i = taxa mensal de retorno

t = meses em que se realizam os encaixes

R = encaixes

• por dividendos ( $K_t \times D_t$ )

• por resgate final ( $K_t \times P_t$ )

$K_t$  = quantidade teórica sem reinversão dos dividendos.

$P_t$  = preço de fechamento da ação no mês "t"

A taxa anual é a composição da taxa mensal para o período de 12 meses, isto é:

$$\text{Taxa anual: } \left[ (1+i)^{12} - 1 \right] \times 100$$

#### 6.4- Taxa de evolução do preço (P)

Este dado consiste na variação percentual real do preço da ação, sem ajustes por proventos distribuídos pela empresa.

O preço não é ajustado para permitir, quando da comparação entre os demais dados expostos, uma melhor avaliação da política de distribuição de proventos da empresa.

#### 6.5- Demonstração de determinação de "P"

A fim de testar um dos índices calculados pela Bolsa de Valores de São Paulo, tomou-se a determinação da taxa de evolução do preço da ação preferencial ao portador da Cia. Vale do Rio Doce para 1.979.

- a) Cotação de fechamento em 1.978 = R\$ 1,05
- b) Aplicação de R\$ 10.000,00
- c) Quantidade de ações compradas (b:a) = 9.523 ações
- d) Valor da ORTN em 31/Dez/78 = R\$ 318,44
- e) Aplicação equivalente em ORTNs (b:d) = 31,40 ORTNs.
- f) Cotação de fechamento em 1.979 = R\$ 2,85
- g) Valor da venda teórica em 31/Dez/79 (c.f) = R\$ 27.140,55
- h) Valor da ORTN em 31/Dez/79 = R\$ 468,71
- i) Valor da venda equivalente em ORTNs (g:h) = 57,91 ORTNs
- j) Taxa real de evolução do preço (i:e) - 1 = 0,8442
- k) Taxa real de evolução do preço em % (j.100) = 84,42%

#### 6.6- Fonte de dados

O endividamento é apresentado pela notação "E", e foi obtido dos levantamentos apresentados pela Editôra Visão em sua publicação "Quem é quem na economia brasileira" — edição de agosto de 1.979 —, quando sem referência. Com a referência "a" a fonte foi o Anuário 78 e com a "b" o Anuário 79 da Bolsa de Valores de - São Paulo (4), cujo conceito de endividamento foi readaptado aos critérios adotados pela Editôra Visão e pelo próprio Anuário 78 da Bolsa de Valores de São Paulo.

As alterações ocorridas na legislação durante o tempo abrangido pela pesquisa, insere algumas distorções na apreciação dos dados coletados, principalmente, quando comparamos períodos anteriores com posteriores às modificações.

Os critérios contábeis modificados não influenciam , por outro lado, as comparações entre empresas ou setores no mesmo ano, evidentemente, considerando-se a adoção dos novos critérios, ao mesmo tempo, por todas as empresas da amostra.

A notação "ND" indica os dados não disponíveis nessas publicações, se bem que anotada somente nos períodos em que normalmente esses dados deveriam estar inseridos, porém quando uma ou outra publicação reporta-se a balanços de períodos anteriores por falta de dados mais recentes, consideramos esses dados como "Não Disponíveis".

Os espaços deixados em claro referem-se a dados não publicados por nenhuma das fontes citadas.

---

Nota: (4) Utilizamos a mesma conceituação do Prof. Stephen Charles Kanitz em seu livro "Como prever falências", ou seja:

Nota (4) EXIGÍVEL A CURTO PRAZO + EXIGÍVEL A LONGO PRAZO  
 ATIVO TOTAL

AO INVÉS DA CLÁSSICA;

EXIGÍVEL A CURTO PRAZO + EXIGÍVEL A LONGO PRAZO  
 PATRIMÔNIO LÍQUIDO

DEVIDO A:

- 1) Campo de Variação Finita. O campo de variação dessa conceituação é de 0 a 100%, enquanto que da outra é de 0 a infinito;
- 2) Descontinuidade para Empresa com Patrimônio Negativo. Empresas com patrimônios negativos apresentariam sob essa conceituação valores superiores a 100% em continuidade com o conceito de endividamento. Sob o outro critério, essas empresas apresentariam valores negativos. Nesse levantamento não constatamos essa hipótese, apesar de viável de acordo com Kanitz.

Análise SetorialIND. EXTRATIVA MINERAL

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
. Magnesita OP							
Endividamento 31,7			54a	60a	67a	54b	ND
Lucratividade		(5)	(16)	(25)	(32)	(58)	241
Retorno		(6)	(16)	(24)	(32)	(58)	240
Preço		(8)	(43)	(21)	(24)	(74)	115
. Vale PP							
E	27,8	39,7	40,7	50,4	44,4	42,0	ND
L		(10)	(23)	(19)	(43)	(45)	101
R		(11)	(22)	(19)	(47)	(45)	103
P		(31)	(42)	(26)	(50)	(52)	84

CIMENTO ARTEFATOS DE CERÂMICA, GESSO E AMIANTO

. Cimento Cauê PP							
E	41,1		54a	50a	41a	30b	ND
L		(33)	(29)	280	194	(60)	(10)
R		(33)	(26)	298	184	(59)	(10)
P		(33)	(42)	252	22	(81)	(12)
. Cimento Itaú PP							
E	8,6	70,5	69,1	69,3	55,8	32,8	ND
L		(34)	14	(13)	93	93	(24)
R		(34)	12	(12)	85	95	(24)
P		(34)	( 3)	(25)	78	(1)	(44)
. Eternit OP							
E	22,5			47a	54a	46a	32b
L		( 3)	39	55	24	81	76
R		( 3)	39	59	22	81	75
P		(19)	2	(22)	14	24	9

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
<u>ELETRÔELETRÔNICA</u>							
. Arno S.A. PP							
Endividamento	38,6			37a	48a	50a	34b
Lucratividade		(25)	27	23	11	(9)	21
Retorno		(26)	25	23	10	(8)	21
Preço		(31)	(1)	(6)	(19)	(32)	2
. Consul PPB							
E	53,5			53a	53a	57a	49b
L		(53)	(1)	130	145	65	24
R		(26)	(3)	136	143	65	24
P		(31)	(28)	115	40	(24)	(28)
. Ericson OP							
E	74,0	83,0	92,3	92,7	71,4	62,0	ND
L		(42)	(34)	(68)	108	3	(30)
R		(42)	(32)	(68)	107	6	(27)
P		(60)	(49)	(76)	108	(19)	(36)
. Pirelli OP							
E	41,9	55,2	49,9	50,8	45,6	41,0	ND
L		21	41	(3)	31	4	4
R		20	41	(1)	32	6	7
P		(12)	(1)	(41)	(15)	(36)	(37)
. Sharp PP							
E				64a	66a	64a	67b
L		17	(8)	43	211	4	(53)
R		10	(8)	44	210	4	(53)
P		(48)	(65)	(32)	20	(38)	(57)
<u>MATERIAL DE TRANSPORTE</u>							
. Cobrasma PP E							
E	18,5	33,5	41,8	51,6	53	49,1	ND
L		8	12	(23)	(11)	(8)	43
R		8	12	(23)	(12)	(8)	42
P		(22)	(9)	(35)	(36)	(40)	(11)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
. Engesa PPA							
Endividamento	34,9		33	35	29	28b	ND
Lucratividade		16	120	37	(36)	(36)	90
Retorno		16	120	34	(36)	(35)	91
Preço		6	38	(36)	(60)	(41)	76
. Ford OP							
E	51,2	72,9	69,8	77,1	81,2	67,8	ND
L			(8)	(20)	12	49	258
R			(2)	(11)	12	49	479
P			(22)	(42)	12	49	92
. Metal Leve PP							
E	12,0	20,7	27,4	30,9	30,7	30,1	ND
L		(29)	22	(30)	31	31	8
R		(29)	21	(30)	27	32	7
P		(45)	(8)	(49)	(4)	(37)	3
. Valmet OP							
E	40,5					65b	
L			13	17	(30)	(9)	271
R			12	18	(30)	(5)	276
P			(12)	(31)	(51)	(33)	255

MECÂNICA

. Bardella PP							
E	45,4			55a	64a	64a	69b
L		(13)	86	(21)	90	(15)	126
R		(14)	85	(22)	90	(15)	124
P		(28)	65	(41)	(26)	(15)	117
. CBV Inds. Mec. PP							
E	28,5					42b	
L			237	226	1	31	27
R			223	227	1	32	27
P			131	163	(19)	(22)	(9)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
. Ind. Romi							
OP							
Endividamento	33,2	35,8	33,5	38,5	40,9	31,9	ND
Lucratividade		(8)	53	49	9	(29)	(35)
Retorno		(14)	51	50	9	(29)	(35)
Preço		(28)	48	(27)	(30)	(77)	(37)
. Ind. Villares							
PP							
E	23,8	29,3	23,1	24,5	26,0	30,0	ND
L		(41)	82	59	18	(58)	99
R		(42)	81	60	17	(58)	111
P		(44)	41	(6)	(21)	(70)	53
. Nordom Met.							
OP							
E	63,0			53a	44a	44a	64b
L		(36)	20	38	311	48	2
R		(36)	20	36	306	48	2
P		(49)	(25)	(9)	142	(9)	(41)
. Zanini							
PP	57,9		15a	69a	62a	64b	ND
L		(35)	90	18	95	(49)	(21)
R		(35)	89	18	95	(50)	(21)
P		(46)	(3)	9	(4)	(53)	(45)

### SIDERURGIA

. Acesita							
OP							
E	6,3	24,1.	45,4	79,7	80,6	73,1	ND
L		1	5	(34)	37	(46)	10
R		2	8	(33)	38	(46)	11
P		(5)	(34)	(39)	(5)	(52)	(5)
. Aços Villares							
PP							
E	32,2	39,7	36,3	33,7	36,8	32,6	ND
L		(14)	62	56	(2)	(61)	5
R		(13)	62	56	(3)	(61)	6
P		(17)	23	(11)	(23)	(75)	(21)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
, Belgo OP							
Endividamento	16,6	18,6	16,7	21,5	28,2	24,0	
Lucratividade		(8)	17	(6)	(34)	(53)	42
Retorno		(8)	18	(5)	(34)	(52)	44
Preço		(12)	(21)	(36)	(50)	(62)	34
. Cimetal PP							
E	-	48,2	42,6	59,9	80,4	50,5	ND
L		ND	102	28	(55)	1	16
R		ND	98	28	(55)	0	16
P		ND	(6)	(50)	(71)	1	8
. Ferro Ligas PP							
E	43,5		57a	55a	36a	32b	ND
L		ND	(12)	102	95	(65)	61
R		ND	(14)	100	94	(65)	61
P		ND	(35)	19	18	(71)	2
. Mannesmann OP							
E	25,2	48,6	37,1	43,8	48,6	51,6	ND
L		0	81	0	48	(50)	43
R		1	90	1	50	(48)	51
P		(29)	21	(45)	(19)	(73)	(16)
. Sid. Açonorte PPa							
E	38,6			38a	37a	46a	ND
L		(21)	(28)	14	(53)	(14)	137
R		(21)	(28)	13	(52)	(13)	141
P		(37)	(43)	(12)	(59)	(31)	72
. Sid. Coferraz OP							
E	45,5					64b	
L			16	(71)	138	120	(2)
R			16	(71)	138	114	1
P			(11)	(71)	138	(17)	(7)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
. Sid. Guaira	PP						
Endividamento	47,6					45b	
Lucratividade			(42)	(12)	(35)	27	561
Retorno			(39)	(12)	(35)	26	538
Preço			(48)	(22)	(44)	8	213
. Sid. Nacional	PPB						
E	30,4	52,8	57,5	65,3	61,0	61,7	ND
L		(41)	(25)	(45)	( 4)	(44)	(11)
R		(41)	(24)	(44)	(6 )	(43)	(11)
P		(45)	(39)	(50)	(15)	(49)	(14)
. Sid. Riograndense	PP						
E	19,2		43a	46a	51a	48b	ND
L		(31)	(1)	(19)	(36)	3	142
R		(31)	(1)	(23)	(36)	3	147
P		(49)	(27)	(32)	(44)	(8)	22
. Sta. Olímpia	PP						
E	39,5					39b	
L			(35)	(20)	39	16	121
R			(36)	(21)	29	19	121
P			(42)	(42)	15	(10)	108

PRODUTOS METALÚRGICOS DIVERSOS

. Cimaf	OP						
E	20,5		36a	45a	40a	36b	ND
L		32	(20)	58	66	(29)	49
R		30	(21)	57	64	(29)	48
P		20	(30)	25	7	(54)	41
. Eluma	PP						
E			49a	53a	49a	46b	ND
L		(5)	(43)	35	61	(42)	43
R		(5)	(43)	36	60	(41)	40
P		(27)	(65)	28	(2)	(47)	(10)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
. Fer. Lam. Bras. OP							
Endividamento	22,8			30a	28a	20a	22b
Lucratividade		(21)	20	20	18	0	(24)
Retorno		(21)	20	21	18	(4)	(24)
Preço		(21)	0	0	(26)	(41)	(29)
. Ferro Bras. OP							
E	16,1		22a	26a	23a	22b	ND
L		(6)	65	110	8	(11)	(13)
R		(8)	66	110	8	(11)	(13)
P		(28)	(5)	100	6	(37)	(32)
. Fund. Tupy PP							
E	46,6		62a	68a	64a	51b	
L		(21)	14	19	(43)	(10)	90
R		(20)	14	21	(43)	(7)	93
P		(36)	(23)	(14)	(49)	(35)	76.
. Mangels Indl. OP							
E	66,5		65a	68a	66a	53b	
L		(5)	(12)	(38)	17	(30)	(21)
R		(5)	(12)	(39)	17	(30)	(32)
P		(23)	(45)	(56)	13	(32)	(27)
. Met. A. Eberle PP							
E	42,9						45b
L			(33)	(53)	274	39	(29)
R			(36)	(53)	273	38	(29)
P			(42)	(64)	225	(15)	(34)
. Met. Barbará OP							
E	38,2					28b	
L			18	119	84	(46)	(51)
R			21	121	83	(46)	(51)
P			(8)	58	(20)	(48)	(55)
. Met. Gerdau PP							
E	40,0					42b	
L			36	(29)	(15)	19	231
R			33	(29)	(14)	17	231
P			1	(42)	(31)	3	61

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
. Sifco Brasil	OP						
Endividamento	43,9		70a	59a	60a	ND	60b
Lucratividade		(21)	29	31	(10)	22	(21)
Retorno		(20)	21	31	(10)	21	(22)
Preço		(39)	(38)	31	(56)	8	(50)

PETROLÉO E PETROQUÍMICA

. Elekeiroz	PP						
E	30,3					34b	
L			(4)	(19)	189	(24)	10
R			(3)	(22)	185	(22)	8
P			(28)	(67)	140	(56)	4
. Orniex	PP						
E	49,1					53b	
L			(39)	37	(19)	157	3
R			(39)	42	(26)	171	4
P			(39)	19	(38)	141	(41)
. Petrobrás	ON						
E	25,6	42,9	47,6	50,9	26,6	39,3	ND
L		82	19	(34)	17	(12)	(38)
R		82	19	(33)	17	(11)	(39)
P		35	(12)	(53)	(20)	(44)	(44)
. Petrobrás	PP						
E	25,6	42,9	47,6	50,9	26,6	39,3	ND
L		85	(25)	(39)	24	(16)	(38)
R		84	(25)	(38)	23	(15)	(39)
P		36	(43)	(56)	(15)	(46)	(43)
. Pir. Brasília	PPA						
E	54,6					42b	
L			(66)	27	162	32	(17)
R			(66)	27	146	33	(19)
P			(71)	(9)	84	27	(22)

1970      1974      1975      1976      1977      1978      1979

FERTILIZANTES

. Benzenex    PP							
Endividamento	48,7		71a	75a	77a	69b	
Lucratividade		(39)	(23)	(64)	12	(46)	(9)
Retorno		(39)	(21)	(63)	12	(46)	(10)
Preço		(42)	(48)	(69)	12	(46)	(9)
. Copas        PP							
E	48,6			68a	73a	69a	24b
L		(16)	2	(32)	14	(34)	1
R		(16)	1	(33)	14	(34)	1
P		(36)	(38)	(40)	5	(47)	(9)
. Iap        OP							
E	53,0			49a	55a	62a	57b
L		(18)	(14)	(49)	39	(10)	(38)
R		(18)	(14)	(49)	39	(10)	(38)
P		(38)	(46)	(49)	8	(39)	(52)
. Manah        OP							
E	37,3			50a	51a	54a	47b
L		52	7	0	41	(29)	(11)
R		52	8	0	41	(29)	(11)
P		(28)	4	(33)	34	(61)	(16)
. Solorríco    PP							
E	60,0			58a	57a	59a	47b
L		(17)	57	(30)	47	0	(40)
R		(17)	56	(32)	46	0	(39)
P		(25)	(13)	(52)	32	(33)	(62)

TEXTIL, ARTEFATOS DE TECIDO E VESTUÁRIO

. Alpargatas    OP							
E	28,3	37,9	30,2	35,5	36,6	27,6	28b
L		(11)	89	14	22	(14)	10
R		(10)	90	15	23	(13)	10
P		(31)	38	(21)	(16)	(40)	(0)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
. Artex PP							
Endividamento	53,9			67a	63a	53a	35b
Lucratividade		17	(39)	10	329	(30)	170
Retorno		18	(40)	15	327	(31)	171
Preço		(4)	(50)	(22)	143	(36)	44
. Arthur Lange OP							
E	46,1					71b	
L			(19)	(7)	174	4	293
R			(19)	(9)	172	4	299
P			(46)	(23)	(3)	(38)	279
. Fab. C. Renaux PP							
E	-					36b	
L			(1)	63	55	155	39
R			(2)	56	58	164	39
P			(30)	4	0	32	9
. Guararapes OP							
E	9,8		19a	21a	21a	17b	
L		(23)	21	87	83	(10)	28
R		(23)	20	88	81	(9)	28
P		(50)	(23)	22	19	(44)	24
. Ind. Hering PP							
E	47,8			68a	69a	64a	54b
L		31	(29)	11	39	(11)	313
R		32	(31)	11	36	(12)	315
P		(7)	(40)	(31)	20	(18)	188
. Teka PP							
E							47b
L			13	(5)	46	78	161
R			10	(5)	41	76	161
P			(22)	(36)	1	28	90
. Vulcabras PP							
E						56b	
L			(18)	127	146	(48)	44
R			(16)	128	147	(48)	44
P			(39)	69	86	(55)	36

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
<u>MADEIRA</u>							
. Duratex PP							
Endividamento	38,7	18,3	54,6	49,6	47,9	43,4	
Lucratividade		(16)	(6)	36	10	(10)	125
Retorno		(17)	(6)	34	10	(10)	125
Preço		(28)	(34)	(11)	(19)	(15)	12
. Madeirit PPB							
E	33,7					39b	
L			31	(49)	11	82	7
R			31	(51)	7	80	9
P			(25)	(58)	(23)	66	4
<u>ALIMENTOS, BEBIDAS E FUMO</u>							
. Ind. Clayton OP							
E	42,7		46a	48a	45a	52b	
L		(29)	27	165	103	(44)	16
R		(28)	27	169	105	(44)	15
P		(44)	7	56	28	(63)	9
. Cacique PP							
E	31,6		62a	67a	61a	38b	
L		(46)	11	174	97	39	64
R		(45)	14	184	96	38	65
P		(54)	4	75	22	(16)	2
. Cica PP							
E	39,8		65a	64a	63a	58b	
L		(10)	(28)	39	(6)	(19)	1
R		(10)	(28)	34	(7)	(19)	0
P		(32)	(28)	22	(13)	(37)	(6)
. Lacta OP							
E	44,9		55a	56a	54a	48b	
L		(36)	47	142	199	7	15
R		(34)	56	146	205	3	13
P		(51)	(5)	89	96	(24)	(23)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
. Sádía Concórdia PP							
Endividamento	32,8	33,9	35,5	37,3	36,9	27,0	ND
Lucratividade		(3)	4	10	84	68	73
Retorno		(5)	3	8	84	68	73
Preço		(24)	(39)	(18)	34	14	(13)
. Antartica OP							
E	20,9	54,0	52,4	55,9	58,0	51,0	ND
L		(33)	20	(49)	138	3	16
R		(33)	18	(49)	132	4	17
P		(39)	(12)	(54)	35	(9)	(48)
. Brahma PP							
E	17,3	28,3	25,1	27,8	33,2	33,8	ND
L		(31)	9	(2)	25	15	(24)
R		(32)	9	(4)	22	17	(24)
P		(46)	(23)	(13)	(13)	(32)	(33)
. Souza Cruz OP							
E	19,6	29,4	33,2	33,1	40,1	32,7	ND
L		(40)	24	22	25	(28)	18
R		(40)	25	22	25	(27)	18
		(54)	(4)	(15)	(17)	(55)	8

.OUTRAS IND.DE TRANSFORMAÇÃO

. Bic Monark OP							
E	-		80a	80a	61a	ND	58b
L		(81)	(45)	30	242	(31)	90
R		(81)	(46)	30	242	(30)	87
P		(81)	(59)	30	163	(82)	42
. Estrela PP							
E	33,8		64a	56a	51a	43b	ND
L		2	(5)	124	84	(19)	13
R		1	(4)	121	83	(19)	12
P		(21)	(12)	40	5	(25)	(15)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
. Moinho Santista OP							
Endividamento 19,3				23a	35a	35a	21b
Lucratividade		10	(5)	(9)	0	15	114
Retorno		9	(4)	(9)	1	15	115
Preço		(19)	(30)	(34)	(27)	(18)	86
. Vidr.Sta. Marina OP							
E	26,5	37,4	35,3	29,0	24,0	24,6	ND
L		(31)	0	71	89	8	(4)
R		(30)	2	74	89	10	(4)
P		(52)	(15)	(19)	80	(47)	(10)

### CONTRUÇÃO CÍVIL

. Constr.A. Lind. PP							
E	37,1			52a	52a	41a	91b
L		(65)	3	(2)	13	35	(61)
R		(65)	4	1	13	36	(62)
P		(65)	(18)	(19)	(23)	(30)	(67)
. Constr. Beter							
E	24,0		34a	27a	32a	30b	ND
L		ND	0	17	15	44	(46)
R		ND	4	17	15	48	(46)
P		ND	(55)	(3)	15	(39)	(46)
. Heleno Fonseca OP							
E	-		21a	23a	25a	ND	40b
L		(38)	59	(15)	24	11	7
R		(42)	63	(10)	24	11	6
P		(52)	(30)	(45)	24	(20)	2
. Mendes Junior PP							
E	25,2	42,5	45,7	55,0	52,9	56,9	58b
L		(28)	174	(27)	(8)	5	4
R		(29)	172	(25)	(11)	6	4
P		(36)	78	(66)	(39)	(30)	(33)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
. Servix Eng <sup>a</sup> OP							
Endividamento	65,7	77,9	68,6	42,7	29,7	25,5	ND
Lucratividade		(79)	(1)	175	223	(50)	31
Retorno		(79)	(1)	184	231	(49)	39
Preço		(79)	(1)	32	80	(77)	(17)

COMÉRCIO

. Casa Anglo OP							
E	55,7	64,1	63,6	68,5	61,8	58,8	ND
L		(51)	4	60	111	34	(31)
R		(51)	3	55	110	35	(31)
P		(76)	(6)	(9)	34	(28)	(47)

. Lojas Americanas OP							
E	23,5	29,2	34,4	28,3	28,7	27,7	ND
L		(13)	58	9	0	(8)	(26)
R		(13)	57	9	0	(8)	(25)
P		(18)	7	(26)	(34)	(35)	(50)

. Mesbla PP							
E	28,4	70,6	69,9	74,7	66,9	62,9	ND
L		(35)	13	53	141	(3)	1
R		(35)	10	54	141	(3)	1
P		(43)	(3)	10	32	(8)	25

. Pet.Ipiranga PP							
E	42,8		66a	68a	66a	56b	
L		82	(30)	(11)	162	63	60
R		81	(30)	(13)	159	62	58
P		34	(36)	(21)	59	19	(43)

. Sorana OP							
E	-		45a	34a	17a	21b	
L		(7)	(19)	93	4	(18)	36
R		(7)	(19)	82	4	(19)	38
P		(10)	(24)	8	(45)	(27)	(36)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
. Technos Rel. OP							
Endividamento	25,1					46b	
Lucratividade			(66)	(27)	300	75	0
Retorno			(66)	(25)	294	76	0
Preço			68	(38)	270	20	(37)
. Transparaná PP							
E	61,4		55a	49a	38a	37b	ND
L		1	46	(4)	4	(68)	65
R		1	46	(4)	(8)	(68)	60
P		(37)	(2)	(38)	(17)	(77)	42

### SERVIÇOS PÚBLICOS

. Telerj PN							
E	30,0	24,0	26,6	31,5	33,1	26,1	
L		11	8	(23)	32	(5)	29
R		(1)	9	(23)	27	(3)	34
P		(35)	(24)	(50)	(3)	(23)	3
. Telesp PE							
E	30,0	31,9	29,6	41,2	44,4	39,4	
L		ND	ND	(15)	43	(6)	26
R		ND	ND	(16)	34	(4)	33
P		ND	ND	(36)	)	(27)	3
. Cemig PP							
E	41,8	48,9	53,1	55,7	57,7	63,1	
L		18	3	(14)	27	16	(40)
R		16	4	(17)	23	15	(39)
P		(16)	(28)	(42)	(21)	(30)	(57)
. Cesp PP							
E	26,1	34,2	34,0	37,0	37,4	34,1	
L		3	(7)	(19)	23	22	(3)
R		4	(8)	(20)	21	22	(2)
P		(19)	(27)	(49)	(15)	(13)	(42)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
. Light OP							
Endividamento	31,3	41,3	45,2	51,4	45,8	53,2	ND
Lucratividade		14	8	(25)	44	24	(58)
Retorno		15	8	(23)	44	25	(58)
Preço		(18)	(27)	(50)	(7)	(27)	(62)
. Paul F. Luz OP							
E	59,3	37,1	43,7	39,2	44,1	55,6	ND
L		(20)	11	(17)	29	7	(39)
R		(21)	11	(18)	26	9	(37)
P		(40)	(30)	(30)	(44)	(2)	(59)
. Docas Santos OP							
E	22,3	46,2	25,7	23,1	25,0	24,3	ND
L		45	38	(4)	32	14	85
R		42	44	(4)	30	14	83
P		(59)	18	(53)	(11)	1	70
. Varig PP							
E	84,2	73,4	72,8	69,2	67,4	58,3	ND
L		(42)	(46)	49	12	141	75
R		(41)	(45)	51	12	145	75
P		(56)	(54)	(6)	(26)	66	63

HOLDINGS

. Brasmotor OP							
E							14b
L		(33)	43	9	180	58	8
R		(33)	42	11	177	57	7
P		(48)	2	(28)	100	(84)	(28)
. Itausa PN							
E						28b	
L		(3)	(5)	43	67	(12)	145
R		(4)	(5)	43	66	(13)	144
P		(32)	(18)	(11)	52	(17)	(10)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
<u>MISCELLANIEUS</u>							
. Tur. Brad. PN							
E							34b
L		(21)	(9)	23	61	20	45
R		(21)	(9)	87	60	20	42
P		(32)	(19)	(27)	(12)	(32)	(20)

#### 6.7- Constatações

Os índices apresentados no item anterior referem-se à totalidade das empresas listadas nos últimos anuários da Bolsa de Valores de São Paulo.

A amostra compreende seis anos de observações. Os índices de endividamento dos anos de 1.974 e 1.979 são comparados ao de 1.970 a fim de revelar sua tendência em relação àquele ano.

Na amostra são analisadas noventa e oito empresa-espécie-forma de ações, devido existirem negociações com mais de uma espécie de ação para determinadas empresas. Para vinte e cinco empresas-espécie-forma não foi apresentada a série completa de dados.

Classificando-se as empresas de séries completas de acordo com a tendência do endividamento em relação a 1.970, constatou-se que cinquenta estão com endividamento crescente e vinte e três com tendência de queda.

SOCIEDADES COM ENDIVIDAMENTO CRESCENTE

<u>SOCIEDADE</u>	<u>OBSERVAÇÃO DO COMPORTAMENTO DAS TAXAS</u>					
	<u>LUCRATIVIDADE</u>		<u>RETORNO</u>		<u>PREÇO</u>	
	<u>NEG</u>	<u>POS</u>	<u>NEG</u>	<u>POS</u>	<u>NEG</u>	<u>POS</u>
Magnesita	5	1	5	1	5	1
Vale	5	1	5	1	5	1
Itaú	3	3	3	3	5	1
Eternit	1	5	1	5	2	4
Sharp	2	4	2	4	5	1
Cobrasma	3	3	3	3	6	-
M. Lève	2	4	2	4	5	1
Bardella	3	3	3	3	4	2
Ind.Villares	2	4	2	4	4	2
Nordon	1	5	1	5	5	1
Zanini	3	3	3	3	5	1
Acesita	2	4	2	4	6	-
Aços Villares	3	3	3	3	5	1
Belgo	4	2	4	2	5	1
Mannesmann	3	3	1	5	5	1
Açonorte	4	2	4	2	5	1
Sid.Nacional	6	-	6	-	6	-
Sid.Riograndense	4	2	4	2	5	1
Cimaf	2	4	2	4	2	4
Ferr.Lam.Bras.	3	3	3	3	6	-
Fund.Tupy	3	3	3	3	5	1
Sifco	3	3	3	3	4	2
Petrobrás	2	4	2	4	5	1
Benzenex	5	1	5	1	5	1
Iap	5	1	5	1	5	1
Manah	3	3	3	3	4	2
Guararapes	4	2	4	2	3	3
Ind.Hering	2	4	2	4	4	2
Duratex	3	3	3	3	5	1
And.Clayton	2	4	2	4	2	4
Cacique	1	5	1	5	2	4
Cica	4	2	4	2	5	1

<u>SOCIEDADE</u>	<u>LUCRATIVIDADE</u>		<u>RETORNO</u>		<u>PREÇO</u>	
	<u>NEG</u>	<u>POS</u>	<u>NEG</u>	<u>POS</u>	<u>NEG</u>	<u>POS</u>
Lacta	1	5	1	5	4	2
Antarctica	2	4	2	4	5	1
Brahma	3	3	3	3	6	-
Souza Cruz	2	4	2	4	5	1
Estrela	2	4	2	4	4	2
Moinho Santista	3	3	2	4	5	1
Constr.A.Lind.	3	3	2	4	6	-
Hel.Fonseca	2	4	2	4	4	2
Mendes Junior	4	2	3	3	5	1
Casa Anglo	2	4	2	4	5	1
Lojas Americanas	3	3	3	3	5	1
Mesbla	2	4	2	4	3	3
Pet.Ipiranga	2	4	2	4	3	3
Cemig	2	4	2	4	6	-
Cesp	3	3	3	3	6	-
Light	2	4	2	4	6	-
Docas	1	5	1	5	3	3

SOCIEDADES COM ENDIVIDAMENTO DECRESCENTEOBSERVAÇÃO DO COMPORTAMENTO DAS TAXAS

<u>SOCIEDADE</u>	<u>LUCRATIVIDADE</u>		<u>RETORNO</u>		<u>PREÇO</u>	
	<u>NEG</u>	<u>POS</u>	<u>NEG</u>	<u>POS</u>	<u>NEG</u>	<u>POS</u>
Cauê	4	2	4	2	4	2
Arno	2	4	2	4	5	1
Consul	2	4	2	4	4	2
Ericson	4	2	4	2	5	1
Pirelli	1	5	1	5	6	-
Engesa	2	4	2	4	3	3
Ind. Romi	3	3	3	3	4	2
Eluma	3	3	3	3	5	1
Fer Lam Bras	3	3	3	3	6	-
Ferro Bras	3	3	3	3	7	2
Mangels	5	1	5	1	5	1
Copas	3	3	3	3	5	1
Solorrico	4	2	4	2	5	1
Alpargatas	2	4	2	4	5	1
Artex	2	4	2	4	4	2
Sadia	1	5	1	5	4	2
Bic. Monark	3	3	3	3	3	3
Vidr. Sta. Marina	3	3	2	4	5	1
Servix	3	3	3	3	4	2
Transparaná	2	4	3	3	5	1
Telerj	2	4	3	3	5	1
Paul. F. Luz	3	3	3	3	6	-
Varig	2	4	2	4	4	2

Com relação às empresas com endividamento em ascensão, poder-se-ia, quanto a taxa de lucratividade, concluir:

<u>QUANTIDADE DE EMPRESAS</u>	<u>ANOS DE TAXAS DE LUCRATIVIDADE</u>	
	<u>NEGATIVAS</u>	<u>POSITIVAS</u>
01	06	-
04	05	01
06	04	02
16	03	03
18	02	04
<u>05</u>	01	05
<u>50</u>		

Este quadro demonstra que onze empresas, em termos de média ponderada, tiveram 4,5 anos de lucratividade negativas e 1,5 anos de lucratividade positiva.

Percebe-se que para dezesseis empresas houve três anos de resultados positivos e três de negativos.

As demais vinte e três da amostra, também em termos de média ponderada, apresentaram 1,8 anos de negativos e 4,2 anos de resultados positivos.

No geral, em média, apurou-se 2,8 anos negativos e 3,2 anos positivos.

Com relação à taxa de retorno, obteve-se:

<u>QUANTIDADE</u> <u>DE EMPRESAS</u>	<u>ANOS DE TAXAS DE RETORNO</u>	
	<u>NEGATIVAS</u>	<u>POSITIVAS</u>
01	06	-
04	05	01
05	04	02
14	03	03
20	02	04
<u>06</u>	01	05
<u>50</u>		

A taxa de retorno de dez empresas foi negativa durante 4,6 anos, em média, e 1,4 anos positiva.

Catorze empresas tiveram três anos de retornos negativos e três anos positivos. Vinte e seis, por outro lado, demonstraram 1,8 anos negativos e 4,2 anos positivos.

As cinquenta empresas tiveram como comportamento médio 2,7 anos negativos e 3,3 positivos.

E, quanto ao preço:

<u>QUANTIDADE DE EMPRESAS</u>	<u>ANOS DE ÍNDICES DE PREÇOS</u>	
	<u>NEGATIVOS</u>	<u>POSITIVOS</u>
09	06	-
24	05	01
09	04	02
04	03	03
<u>04</u>	02	04

A variação da cotação das ações de quarenta e duas em presas foi negativa durante cinco anos, e somente um ano positiva.

As demais oito empresas apresentaram na média 2,5 - anos negativos e 3,5 anos positivos.

Na média geral obteve-se 4,6 anos de resultados negativos e 1,4 anos de positivos.

Já as empresas com redução em seu endividamento apresentaram:

<u>QUANTIDADE DE EMPRESAS</u>	<u>ANOS DE TAXAS DE LUCRATIVIDADE</u>	
	<u>NEGATIVAS</u>	<u>POSITIVAS</u>
01	05	01
03	04	02
09	03	03
08	02	04
<u>02</u>	01	05
<u><u>23</u></u>		

Quatro empresas com 4,3 anos negativos e 1,7 positivos em média.

Nove empresas com 3 anos negativos e 3 anos positivos.

As demais tiveram 1,8 anos negativos, em média, e 4,2 anos positivos.

A média geral das vinte e três empresas praticamente, igualou os anos negativos (2,7) aos positivos (3,3).

As empresas com endividamento decrescente, quanto à taxa de retorno, mostraram:

<u>QUANTIDADE DE EMPRESAS</u>	<u>ANOS DE TAXAS DE RETORNO</u>	
	<u>NEGATIVAS</u>	<u>POSITIVAS</u>
01	05	01
03	04	02
10	03	03
07	02	04
<u>02</u>	01	05
<u>23</u>		

Quatro delas estão com 4,3 anos em média, com taxas de retorno negativas e 1,7 anos positivas.

Dez apresentam três anos negativos e três anos positivos.

As nove restantes têm 1,8 anos negativos e 4,2 anos positivos.

Na média geral, observou-se 2,7 anos negativos e 3,3 anos positivos.

O comportamento do índice de preços, durante o período, foi o seguinte:

<u>QUANTIDADE DE EMPRESAS</u>	<u>ANOS DE ÍNDICES DE PREÇOS</u>	
	<u>NEGATIVOS</u>	<u>POSITIVOS</u>
03	06	-
10	05	01
08	04	02
<u>02</u>	03	03
<u>23</u>		

Com relação às cotações o comportamento geral médio ponderado apontou 4,6 anos negativos e 1,4 anos positivos.

Considerando como situação neutra a posição de três anos de dados negativos e três anos de dados positivos, pode-se resumir:

EMPRESAS COM ENDIVIDAMENTO CRESCENTE

	QUANT. <u>EMPRESAS</u>	<u>PERÍODOS</u>	
		<u>NEGATIVOS</u>	<u>POSITIVOS</u>
Lucratividade	11	4,5	1,5
	16	3,0	3,0
	<u>23</u>	1,8	4,2
	<u><u>50</u></u>	<u><u>2,8</u></u>	<u><u>3,2</u></u>
Retorno	10	4,6	1,4
	14	3,0	3,0
	<u>26</u>	1,8	4,2
	<u><u>50</u></u>	<u><u>2,7</u></u>	<u><u>3,3</u></u>
Preço	42	5,0	1,0
	04	3,0	3,0
	<u>04</u>	2,0	4,0
	<u><u>50</u></u>	<u><u>4,6</u></u>	<u><u>1,4</u></u>

EMPRESAS COM ENDIVIDAMENTO DECRESCENTE

	QUANT. EMPRESAS	PERÍODOS	
		<u>NEGATIVOS</u>	<u>POSITIVOS</u>
Lucratividade	04	4,3	1,7
	09	3,0	3,0
	<u>10</u>	1,8	4,2
	<u><u>23</u></u>	<u>2,7</u>	<u>3,3</u>
Retorno	04	4,3	1,7
	10	3,0	3,0
	<u>09</u>	1,8	4,2
	<u><u>23</u></u>	<u>2,7</u>	<u>3,3</u>
Preço	21	4,8	1,2
	<u>02</u>	3,0	3,0
	<u><u>23</u></u>	<u>4,6</u>	<u>1,4</u>

Resumindo e comparando os dois grupos de empresas dentro da participação relativa de cada situação, depara-se:

TENDÊNCIA DO ENDIVIDAMENTO

	CRESCENTE				DECRESCENTE				
	PARTICIPAÇÃO	PERÍODOS		PARTICIPAÇÃO	PERÍODOS		PARTICIPAÇÃO	PERÍODOS	
		NEGATIVOS	POSITIVOS		NEGATIVOS	POSITIVOS			
Lucratividade	11	22%	4,5	1,5	4	17%	4,3	1,7	
	16	32%	3,0	3,0	9	39%	3,0	3,0	
	23	46%	1,8	4,2	10	43%	1,8	4,2	
	50	100%	2,8	3,2	23	100%	2,7	3,3	
Retorno	10	20%	4,6	1,4	04	17%	4,3	1,7	
	14	28%	3,0	3,0	10	43%	3,0	3,0	
	26	52%	1,8	4,2	09	39%	1,8	4,2	
	50	100%	2,7	3,3	23	100%	2,7	3,3	
Preço	42	84%	5,0	1,0	21	91%	4,8	1,2	
	04	8%	3,0	3,0	02	9%	3,0	3,0	
	04	8%	2,0	4,0	-	-	-	-	
	50	100%	4,6	1,4	23	100%	4,6	1,4	

O quadro comparativo permite inferir:

- cinquenta sociedades expandiram seu endividamento, contra vinte e três com endividamento em queda,
- a taxa de lucratividade apresentou mais anos positivos do que negativos,
- a taxa de retorno das ações também foi mais positiva do que negativa,
- a variação nas cotações, medida pelo preço, não acompanhou os dois outros índices, ou seja, as situações negativas foram superiores às positivas.

Essas constatações, dentro da teoria financeira e abstraindo-se das demais causas que influenciam o comportamento das cotações em bolsa, induzem realmente à afirmação de que o endividamento crescente tende a aumentar a possibilidade de maiores distribuições aos acionistas, por outro lado, aumentando o risco deprime as cotações em bolsa o que aumenta o custo do capital próprio para a sociedade caso os dividendos sejam mantidos constantes ou crescentes.

Essas afirmações, evidentemente, podem ser extraídas das situações em que o endividamento esteja em ascensão correspondentes às cinquenta empresas da amostra ou mais de dois terços do total.

Por outro lado, verifica-se que para as vinte e três empresas com endividamento em queda, menos de um terço da amostra, esse fenômeno não chegou a influenciar o comportamento das taxas de lucratividade e retorno e muito menos as cotações em bolsa, mostrando que realmente esse fator, em termos médios, não chegou ainda a ser considerado pelo mercado, pois a leve melhora nas cotações das 21 empresas nessa situação — 4,8 anos de negativas contra 5 anos daquelas com dívidas crescentes —, ficou prejudicado pelo comportamento geral médio ponderado que se igualou as empresas com dívidas crescentes.

## 7- CONCLUSÕES

## 7- CONCLUSÕES

- . A montagem da estrutura financeira deverá estabelecer ou poderá servir como parâmetro quanto à quantidade de lucros a serem retidos para uso dentro da própria empresa. Neste caso essa decisão poderia ser encarada como um sub-produto da busca da estrutura financeira ótima.
- . A Lei nº 6.404/76 — Lei das Sociedades Anônimas — , incorporou as mais avançadas técnicas financeiras, das quais podemos destacar a instituição do dividendo mínimo obrigatório.
- . A nova lei das sociedades anônimas — nº 6.404/76 — ao instituir a possibilidade para a empresa emitir até 2/3 de seu capital em ações preferenciais, acentuou:
  - que o controle da empresa pode se processar apenas com o máximo de 16,7% das ações representativas do capital social;
  - a democratização do capital das empresas em detrimento do conceito de democratização da propriedade;
  - a cristalização da propriedade da empresa, devido à iliquidez das ações ordinárias;
  - a redução da capacidade de investimento empresarial, devido à falta de liquidez, no mercado, das ações ordinárias, forçando os controladores a readquirir as ações ordinárias existentes no mercado, o que pode inviabilizar futuras expansões motivada por problemas de caixa dos acionistas controladores. Conseqüentemente, aumenta a probabilidade de maior endividamento, caso a expansão seja imprescindível.
- . A política de dividendos da empresa deve levar em consideração os três tipos existentes de acionistas, e seus interesses básicos em relação à empresa.

<u>Tipos de Acionistas</u>	<u>Interesse Básico</u>
. Diretores	retiradas
. Comuns ou Ordinários	reinvestimentos
. Preferenciais	dividendos

A empresa deve fixar como alvo na política de determinação do dividendo a distribuir e reter, a minimização do conflito de interesse desses três tipos de acionistas.

- . Aos custos do capital próprio — normalmente: dividendos e expectativas de lucros —, devem ser adicionadas as despesas administrativas geradas com a manutenção de um serviço de acionistas, bem como a própria taxa de registro de títulos e valores mobiliários.
- . O valor dos dividendos assume caráter informativo acerca da "saúde" financeira e econômica da empresa, daí a conveniência de sua manutenção em termos estáveis.
- . Como informação complementar aos acionistas e analistas, os comentários às demonstrações contábeis publicadas deveriam informar o montante de dividendos, retiradas e gratificações pagas aos acionistas de dentro ("insiders") possibilitando ao mercado a determinação da diferença de remuneração desses acionistas ("insiders") em relação aos acionistas de fora ("outsiders").
- . O conceito de sociedade anônima não pode ser encarado no sentido de responsabilidade até o valor do patrimônio da empresa, devido à prática normal do mercado de crédito exigir o aval dos diretores da sociedade nos contratos de empréstimos e nos contratos de arrendamento ... ("Leasing").
- . O número de sociedades anônimas abertas é visto com reservas, devido existirem falsas sociedades anônimas, como as "de famílias", "de minorias", multinacionais e estas.

- . O estudo do endividamento das empresas brasileiras como um todo torna-se inviável por causa do número de empresas registradas, ou seja, 1.642.517 empresas comerciais e industriais, sendo, 849.481 empresas comerciais, das quais 625.238 (73,6%) do total têm capital inferior à Cr 100 mil; 177.666 (20,9%) capital entre Cr 100 mil e Cr 1 milhão e 46.577 (5,5%) possuem capital superior a Cr 1 milhão. Esses dados somente estão disponíveis para as empresas comerciais, entretanto, podem ser estendidos, às demais empresas, provavelmente, sem muitas distorções.
- . A avaliação da evolução do endividamento empresarial está parcialmente prejudicada pela não consideração, em termos contábeis, dos compromissos assumidos por contratos de arrendamento ("Leasing"). Principalmente, ao se ponderar a expansão dessa modalidade de crédito nestes últimos anos.
- . A confrontação da evolução do endividamento (apêndice i) e a evolução do capital das empresas (apêndice ii), permite avaliar o crescimento dos cruzeiros de dívidas por ação em relação ao próprio crescimento do valor patrimonial das ações.
- . No apêndice "iii" que apresenta a evolução do endividamento de algumas empresas estatais e estrangeiras, percebe-se a capitalização via empréstimos — normalmente externos —, refletindo no caso das estatais políticas governamentais e das multinacionais os interesses das controladoras estrangeiras.
- . As empresas devem conscientizar-se que os recursos captados junto a acionistas não são baratos, e que sua grande vantagem reside na estruturação financeira através do aporte de recursos mais estáveis, propiciando, a longo - prazo, maiores lucros.

- Glat, Moyses e Waddington, Ary demonstraram, em seus trabalhos sobre endividamento, a evolução da dívida das empresas brasileiras. Glat, trabalhou com uma amostra de 2.631 a 5.386 empresas, enquanto que Waddington apresentou dados de 349 empresas. Ambos concluem que o endividamento empresarial brasileiro está aumentando, principalmente, de 1.973 em diante:

<u>ANO</u>	<u>EVOLUÇÃO DO ENDIVIDAMENTO CONSOLIDADO</u>	
1970	44,6 a	
1971	44,6 a	
1972	46,7 a	
1973	48,1 a	46,8 b
1974	52,8 a	51,2 b
1975	52,5 a	53,0 b
1976		56,8 b
1977		60,0 b

Fonte: (a) Glat, Moyses (índice adaptado)  
(b) Waddington, Ary

Esse fenômeno não é exclusivo às empresas brasileiras, Soublin, Jean, aponta que em 1.965 o balanço combinado de todas as indústrias alemãs mostrava uma dívida de 61,6% do total do ativo, passando em 1.977 a 68%, enquanto que as empresas americanas evoluíram de 39,2% a 49,2%, e as francesas de 58,0% a 65,5%.

- A observação da evolução do mercado de capitais brasileiro nesses últimos quinze anos tem demonstrado que o axioma da destruição ou inibição do mercado de capitais pela inflação não é aplicável. Porém, a instabilidade das taxas de inflação insere mais uma variável aleatória ao mercado de ações que é, essencialmente, um mercado de riscos.

O mercado de ações como fonte supridora de recursos para as empresas, deve ser encarado com reservas, principalmente devido a conjugação dos fatores:

- crescente preferência, justificada ou não, da poupança pulverizada por aplicações sem risco,
- preferência, em geral, das empresas pelo endividamento. Essa preferência manifesta-se pela não abertura do capital e é também estimulada pela facilidade de crédito, comprovada através da comparação dos recursos liberados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) para empréstimos com os destinados à capitalização,

Talvez, se possa estender para nossa realidade a experiência francesa, citada por Soubelin, na qual o mercado de ações responde com menos de 10% do total dos recursos utilizados no financiamento das atividades empresariais.

Em termos de correção monetária dos balanços, destaca-se, durante o período analisado, a correção defazada do imobilizado, e a partir da Lei nº 6.404/76 a correção, no mesmo exercício, do ativo permanente e do patrimônio líquido, porém não de forma integral, pois os índices utilizados são os das DRTNs que atualmente não acompanham a inflação. Esta alteração da legislação influenciou a determinação dos índices de endividamento, consequentemente, distorcendo a comparação do endividamento entre períodos para a mesma empresa, mesmo assim dependendo da composição de sua estrutura financeira a distorção é em detrimento à apresentação de um endividamento maior, o que não prejudica o escopo deste trabalho. Como todas as empresas tiveram que se adaptar às alterações da legislação, a comparação do índice de endividamento entre empresas não foi afetada.

O comportamento das ações das empresas em bolsa analisadas ao longo do tempo, em relação ao endividamento e considerando-se suas taxas de lucratividade, de retorno e de evolução dos preços, comprovam a teoria financeira. Essa afirmação está corroborada pela observação de um período relativamente longo de tempo para a nossa realidade, porém, no curto prazo talvez os fatores psicológicos do investidor, influenciados pelas políticas governamentais afetando suas expectativas, sejam mais relevantes. Todavia, não se deve esquecer que a taxa de risco, básica na determinação do custo de capital, encerra ponderável componente psicológico.

## RESUMO

RESUMO

Até que ponto o nível de endividamento das companhias abertas se reflete nas cotações de suas ações? Esta dissertação enfoca a evolução da estrutura financeira das sociedades anônimas brasileiras ao longo dos últimos dez anos com ênfase especial nas companhias abertas, cujos valores mobiliários são admitidos para negociação em bolsa.

Primeiramente, foram apresentados de forma sucinta a teoria financeira de estruturação do passivo, os aspectos societários jurídicos e a composição do Sistema Financeiro Nacional que norteia a alocação de recursos entre as várias instituições financeiras.

A participação das companhias abertas no processo de capitalização das sociedades anônimas brasileiras é realçada a partir de dados macro-econômicos das duas últimas décadas. Os montantes de emissões de capital e respectivas subscrições em dinheiro em valores reais são comparados com a evolução do Produto Interno Bruto (PIB) no mesmo período.

As implicações da inflação no endividamento no grau de alavancagem financeira e no mercado de ações são tratadas logo a seguir.

Constata-se a aplicação da teoria financeira de custo do capital na maioria das empresas analisadas. Esse fato é demonstrado pela evolução do endividamento das companhias abertas, e das taxas de lucratividade, retorno e dos preços das ações.

ABSTRACT

How far is the opened companies debt level reflected on their stocks quotation ? This dissertation focuses the stock companies structure evolution during the last ten years, with special emphasis on the opened companies, which stocks are accepted to negotiation on Stock Exchange.

Firstly, it was presented in an abridged way the financial theory of liability structure, the societarian legal aspects and the composition of the National Financial System, that guides the resources alocation among the various financial institutions.

The opened companies participation on the capitalization process of the brazilian stock companies is shown in an actual macroeconomic data basis from the last two decades. The values of capital emissions and relating cash subscriptions are compared with the Gross Internal Product (GIP) evolution in the same period.

The inflation implications on the debt, on the financial leverage level and on the stock market are treated thereupon.

The financial theory of capital cost application is verified on the majority of the analised companies. This fact is demonstrated by the opened companies debt evolution, by the profit and return rates an the stocks quotations.

BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

- ARCHER, Stephen H, e D'AMBRÓSIO, Charles A., Administração Financeira (Teoria e Aplicação), S.P., Ed. Atlas 1969
- BARROS, Benedicto F.de, Mercado de Capitais e ABC de Investimentos, S.P., Ed. Atlas 1970 , quarta edição.
- BRITO, Ney O. e TOURIEL, Hélio, A Estrutura Empresarial Brasileira e a Situação do BNDE no Mercado de Capitais, Revista de Administração - Vol. 15 nº 2 - Abr/Jun de 1980 , S.P., Instituto de Administração da FEA-USP.
- CAMARGO, Lenita C., Política dos Negócios, S.P., Ed. Mestre Jou, 1967.
- CARVALHO, Fernando M. et alii, Análise e Administração Financeira, Rio de Janeiro, IBMEC, 1980.
- CASTRO, Hélio O.P. de et alii, Introdução ao Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, IBMEC - Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1979.
- CERRY, Richard T., Introdução à Administração Financeira, S.P., Ed. Atlas, 1975.
- CONTADOR, Claudio R., Política Monetária, Inflação e o Mercado de Ações no Brasil, Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.
- CORDEIRO, Ari F., Informação e Julgamento Humano no Setor de Capitais, artigo publicado no jornal "O Estado de São Paulo" em 17 de junho de 1973.

- CORDEIRO, Ari F., A Sociedade Corretora e o Mercado Acionário, S.P., Associação das Sociedades Corretoras de Valores e Câmbio do Estado de São Paulo, Apostilado, S.D..
- EIZIRIK, Nelson L., O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, IBMEC, 1977.
- FLINK, Salomon J. e GRUNEWALD Donald, Administração Financeira, Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos, São Paulo, Editora da Universidade de São Paulo, 1970.
- GITMAN, Lawrence J., Princípios de Administração Financeira, S.P., Harper & Row do Brasil, 1978.
- GLAT, Moysés, Rentabilidade e Formas de Financiamento das Sociedades Anônimas Brasileiras - O Endividamento das Empresas, Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, 1977.
- GLAT, Moysés, Vícios da Subscrição, artigo publicado no jornal "Jornal do Comércio" em 6 de julho de 1979.
- HAENTZSCHEL, G., Inflação e Capital de Risco - Problemas a Resolver, artigo publicado no jornal "O Estado de São Paulo" em 2 de maio de 1976..
- HUNT, Pearson, WILLIAMS, Charles M. e DONALDSON Gordon, Curso Básico de Finanças de Empresas-Teoria e Prática, Rio de Janeiro, Distribuidora Record.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de, Análise de Balanços, S.P., Editora Atlas, 1978, segunda edição.

- IUDÍCIBUS, Sérgio de, MARTINS, Eliseu e GELBCKE, Ernesto R, Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações, S.P., Editora Atlas, 1979 , primeira edição, terceira tiragem.
- JOHNSON, Robert W., Administração Financeira, S.P., Livraria Pioneira e da Universidade de São Paulo, 1967.
- KANITZ, Stephen C., Como Prever Falências, S.P., Mc Graw-Hill do Brasil, 1978.
- KANITZ, Stephen C., Quem Atola Antes, Revista "Veja", outubro de 1976 , Editora Abril.
- KANITZ, Stephen C., Como Prever Falências de Empresas, Revista - "Exame" , dezembro de 1974, Editora Abril.
- LATORRACA, Nilton, Legislação Tributária - Uma Introdução ao Planejamento Tributário, S.P., Editora Atlas, 1975, terceira edição.
- MARTINS, Elcio, A Grande Euforia do "Leasing", artigo publicado no jornal "Folha de São Paulo" em 20 de agosto de 1978.
- MARTINS, Eliseu, Análise da Correção Monetária das Demonstrações Financeiras-Implicações no Lucro e na Alavancagem Financeira, S.P., Editora Atlas , 1980.
- MARTINS, Fran, Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, Rio de Janeiro, Forense, 1978.
- MARUJO, Rubens F., Os Sérios Problemas que as Pequenas Enfrentam, artigo publicado no jornal "Folha de São Paulo" em 13 de julho de 1980.

- NESS, Walter Lee Jr. e PEREIRA, Reginaldo F., Mercado Primário de Ações no Brasil, IBMEC - Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, não publicado.
- OLIVEIRA, Miguel D.Barbosa de et alii, Introdução ao Mercado de Ações, CNBV - Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1979.
- RODRIGUES, José Antonio, Endividamento e Alavancagem, Rio de Janeiro, Revista Brasileira Mercado de Capitais, 1977.
- SILVA, Adroaldo M. da, LUNA, Francisco V. e CRUZ, Hélio N., Inflação e Mercado de Capitais - A Experiência Brasileira, S.P., Bolsa de Valores de São Paulo, 1977.
- SOLOMON, Ezra, Teoria da Administração Financeira, Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1969.
- SOUBLIN, Jean, Endividamento, Um Fenômeno Universal, artigo publicado no jornal "O Estado de São Paulo" em 3 de abril de 1977.
- SUZIGAN, Wilson et alii, Financiamento de Projetos Industriais no Brasil, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1972.
- VAN HORNE, James C., Política e Administração Financeira, Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos, São Paulo, Ed.da Universidade de São Paulo, 1975.
- VELLOSO, João Paulo dos Reis, Brasil: A Solução Positiva, S.P., Abril-Tec Ed., 1978.

WADDINGTON, Ary, O Endividamento da Empresa Brasileira é Cada Vez Maior, ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento e Desenvolvimento.

WESTON, Fred J. e BRIGHAM, Eugene F., Administração Financeira de Empresas, Rio de Janeiro, Ed. Interamericana, 1979

WRIGHT, M.G., Administração Financeira, A Base da Decisão, S.P., Abril S.A. Cultural Industrial/Ed. Mc Graw-Hill do Brasil, 1974.

Anuário da Bolsa de Valores de São Paulo - 1970, 1978 e 1979.

Boletim Informativo da CNBV - Comissão Nacional de Bolsas de Valores de 30 de setembro de 1980.

Caderno Técnico da Bolsa de Valores de São Paulo, Análise de Empresas Indústria e Comércio, 1979.

Conjuntura Econômica - Revista mensal editada pela Fundação Getúlio Vargas/Instituto Brasileiro de Economia, diversos números.

Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas / Instituto Brasileiro de Economia, Estudos Especiais: A Tributação de Dividendos no Brasil (I) - set de 1975, (II) - out de 1975, Dividendos e Tributação Integrada - dez de 1977 e Tributação de Dividendos - abril de 1978.

Decreto-Lei nº 2627, de 26 de setembro de 1940 - "Antiga Lei das Sociedades Anônimas".

Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda.

Legislação sobre Mercado de Capitais, CNBV - Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1979, terceira edição.

Lei nº 6.099 de 12 de setembro de 1974 - "Lei do "Leasing".

Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 - "Nova Lei das Sociedades Anônimas".

Observações sobre o Anteprojeto da Lei das Sociedades Anônimas, Documento elaborado pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e publicado no jornal "O Estado de São Paulo" em 21 de março de 1976.

Visão, Quem é Quem na Economia Brasileira, edições especiais de 1970, 1971, 1972, 1973, 1974, 1975, 1976, 1977, 1978, 1979 e ... 1980.

APÊNDICE I

EVOLUÇÃO DO ENDIVIDAMENTO DAS 200 MAIORES  
EMPRESAS BRASILEIRAS

(DE 1970 À 1978)

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
1. Eletrobrás (3)	40,4	42,3	41,5	47,5	42,8	50,5(+)	
2. Petrobrás (1)	25,6	42,9	47,6	50,9	26,6	39,3(+)	
3. Cesp (2)	26,1	34,2	34,0	37,0	37,4	34,1(+)	
4. RFFSA (5)	27,6	46,9	26,3	46,3	48,9	42,6(+)	
5. Telebrás		10,9	9,3	11,8	11,9	17,4	
6. Telesp (CTB) (6)	30,0	31,9	29,6	41,2	44,4	39,4(+)	
7. Light (4)	31,3	41,3	45,2	51,4	45,8	53,2(+)	
8. Vale (7)	27,8	39,7	40,7	50,4	44,4	42,0(+)	
9. Furnas (10)	64,3	67,2	69,7	67,4	71,5	67,5(+)	
10. Metro SP (51)	42,7	40,3	30,6	26,3	22,4	15,2(-)	
11. Telerj (CTB) (6)	30,0	24,0	26,6	31,5	33,1	26,1(-)	
12. Chesf (15)	42,8	61,7	63,8	62,4	69,8	62,6(+)	
13. Siderbrás		84,7	28,6	37,0	52,8	40,7	
14. Fepasa (Cia.Paulista) (17)	68,7	35,0	43,8	47,4	42,4	52,7(-)	
15. Sabesp		35,5	39,5	51,7	58,3	57,7	
16. Portobrás		-	-	41,3	46,2	26,9	
17. Comig (12)	41,8	48,9	53,1	55,7	57,7	63,1(+)	

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
18. Dersa							
(40)	29,0	39,2	41,3	36,3	38,2	33,1(+)	
19. CSM							
(9)	30,4	52,8	57,5	65,3	61,0	61,7(+)	
20. Cosipa							
(11)	48,4	60,1	70,1	72,4	67,1	64,6(+)	
21. Embratel							
(8)	46,7	35,5	33,0	39,7	44,9	41,9(-)	
22. CEEE							
(24)	40,3	45,0	40,5	40,9	39,2	45,5(+)	
23. Metro RJ							
		46,3	65,8	30,7	50,9	57,2	
24. Eletrosul							
		60,5	60,7	63,2	57,4	60,2	
25. Usiminas							
(14)	57,6	63,5	65,4	74,7	70,8	71,0(+)	
26. Mercedes-Benz							
(30)	28,5	30,7	33,3	33,0	31,6	30,1(+)	
27. Copel							
(24)	46,1	42,3	41,6	46,8	45,0	52,3(+)	
28. Volkswagem							
(16)	44,1	57,4	51,8	51,6	51,9	46,3(+)	
29. Fibasa							
			65,3	35,4	7,4	6,7	
30. Petroquisa							
(30)	5,6	9,2	8,1	21,2	10,1	9,6(+)	
31. Souza Cruz							
(17)	19,6	29,4	33,2	33,1	40,1	32,7(+)	
32. EBCT							
(19)	17,5	10,2	14,8	11,6	13,7	12,3(-)	
33. Inds. Votorantim							
(22)	17,7	22,2	28,8	45,4	38,3	35,3(+)	
34. Pirelli							
(27)	41,9	55,2	49,9	50,8	45,6	41,0(-)	

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
35. Cotab		-	-	-	-	12,2	
36. Petrobrás Distr.		61,3	53,6	55,3	50,4	52,2	
37. Petrofertil		-	-	30,5	19,9	26,0	
38. Cedal		33,0	40,4	40,6	46,7	38,9	
39. Shell							
(39)	46,9	56,9	58,6	61,5	59,7	47,8(+)	
40. Belgo							
(25)	16,6	18,6	16,7	21,5	28,2	24,0(+)	
41. Emtu		-	-	-	-	0,2	
42. Camargo Correa							
(33)	20,8	18,3	19,6	20,2	19,9	27,6(+)	
43. Aracruz							
		8,9	28,0	57,4	64,7	59,8	
44. Acesita							
(31)	6,3	24,1	45,4	79,7	80,6	73,1(+)	
45. EBTU							
		-	-	2,0	0,6	23,5	
46. Brahma							
(29)	17,3	28,3	25,1	28,8	33,2	33,8(+)	
47. CPFL							
(21)	59,3	37,1	43,7	39,2	44,1	55,6(-)	
48. Eletronorte							
		0,5	15,7	9,4	41,1	55,3	
49. Alpargatas							
(57)	28,3	37,9	30,2	35,5	36,6	27,6(-)	
50. Samarco							
		99,5	72,6	59,6	57,5	56,6	
51. Klabin							
(66)	8,4	27,4	33,0	54,0	59,5	41,4(+)	
52. Colg							
(35)	45,7	51,5	53,6	48,4	42,3	42,0(-)	

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
53. Rhodia (20)	31,2	53,5	59,4	52,3	62,5	53,4(+)	
54. Açominas		-	3,6	23,2	88,3	81,4	
55. Teleming		52,6	61,4	71,0	66,6	61,7	
56. Copene		45,1	65,4	70,3	81,0	76,3	
57. Ford (26)	51,2	72,9	69,8	77,1	81,2	67,8(+)	
58. Varig (83)	84,2	73,4	72,8	69,2	67,4	58,3(-)	
59. Telepar		43,7	30,1	39,9	36,3	34,3	
60. Alcan - AL		69,7	0,1	0,5	0,2	8,2	
61. Nuclebrás		39,7	37,6	29,7	57,7	66,6	
62. Andrade Gutierrez		31,7	28,8	28,3	25,7	28,2	
63. Telecom		44,2	43,3	44,6	38,5	38,1	
64. MBR		72,3	68,4	64,0	65,0	47,3	
65. Mannesmann (87)	25,2	48,6	37,1	43,8	48,6	51,6(+)	
66. Nestlé (61)	50,2	54,9	55,7	51,4	50,4	46,3(-)	
67. Celpa		26,7	18,8	21,5	16,2	23,8	
68. Coelba (69)	25,0	27,8	24,6	22,1	15,9	41,7(+)	
69. Alcam - Brasil (59)	30,0	30,5	26,6	45,0	38,6	42,7(+)	
70. Vidraria Sta. Marina		37,4	35,3	29,0	24,0	24,6	
71. Vibasa		-	-	33,7	55,1	57,5	

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
72. Ibrasa		-	45,5	53,0	7,9	18,3	
73. Cobrasma							
(67)	18,5	33,3	41,8	51,6	53,0	49,1(+)	
74. Monteiro Aranha							
(84)	16,4	25,3	25,7	19,3	23,4	13,2(-)	
75. Cia. Bras. Alumínio							
(42)	21,9	38,9	45,5	54,5	46,2	39,6(+)	
76. C. R. Almeida							
		37,4	27,1	44,7	38,2	31,9	
77. Eletro Cloro							
(75)	40,1	57,1	45,0	32,0	22,8	23,8(-)	
78. Docas RJ							
		41,4	48,7	31,6	42,5	26,0	
79. Embramec							
		-	58,5	54,1	6,8	15,8	
80. Amazonia Mineração							
		6,6	7,3	3,1	5,4	2,8	
81. Copersucar							
(52)	64,6	74,6	74,2	72,9	85,5	87,0(+)	
82. Cibrazem							
		56,6	24,2	13,5	11,5	8,0	
83. Embraer							
		57,5	54,4	52,4	49,9	43,0	
84. Docenave							
		63,8	66,0	59,5	40,1	40,9	
85. Sanbra							
(47)	56,1	71,6	71,0	67,6	67,1	60,6(+)	
86. Esso							
(39)	51,5	61,6	63,0	65,9	61,0	57,5(+)	
87. Cemat							
		48,3	49,2	45,7	39,6	58,5	
88. Matarazzo							
(13)	35,9	42,7	48,9	56,6	66,4	63,7(+)	
89. Celesc							
(73)	44,4	39,8	43,2	50,2	54,6	50,6(+)	
90. Inds. Villares							
		29,3	23,1	24,5	26,0	30,0	
91. Cetenco							
(54)	24,6	30,6	27,0	27,5	34,6	31,1(+)	

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
92. Petroquímica União (43)	22,7	82,2	72,1	65,5	49,8	49,9(+)	
93. White Martins (63)	24,8	55,1	51,3	55,9	51,9	42,6(+)	
94. Telebrasília		14,6	26,3	27,9	25,8	25,5	
95. Hansen		38,0	29,1	30,6	31,0	25,4	
96. Cetel		45,4	27,8	42,9	44,1	37,9	
97. Mesbla (78)	28,4	70,6	69,9	74,7	66,9	62,9(+)	
98. CTBC		51,8	66,6	59,6	62,6	50,7	
99. Sucocrítico		55,1	62,1	72,0	50,5	29,3	
100. Cia. Com. Café SP e Paraná		21,4	-	1,4	5,0	6,8	
101. General Mortos (28)	41,9	75,3	79,7	85,6	87,5	85,5(+)	
102. Aços Villares		39,7	36,3	33,7	36,8	32,6	
103. Ericsson		83,0	92,3	92,7	71,4	62,0	
104. Lloyd Bras. (44)	38,9	62,4	62,5	59,7	66,0	62,8(+)	
105. Goodyear (70)	32,9	42,5	45,2	54,5	59,1	55,2(+)	
106. C.B.E.E. (72)	37,5	46,9	47,0	52,4	53,5	53,3(+)	
107. Unipar		22,8	24,6	28,6	19,1	9,9	
108. Suzano (56)	11,5	55,0	54,0	52,3	46,1	46,3(+)	
109. Mendes Jr. (86)	25,2	42,5	45,7	55,0	52,9	56,9(+)	
110. Antartica (36)	20,9	54,0	52,4	55,9	58,0	51,4(+)	
111. Docas Santos (48)	22,3	46,2	25,7	23,1	25,0	24,3(+)	
112. Compesa		63,6	84,8	76,3	79,9	64,3	

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
113. General Electric (37)	23,4	51,8	53,2	59,2	66,2	55,7(+)	
114. Nitrofertil		27,2	40,7	73,6	64,1	54,5	
115. Microlite		34,0	27,5	34,8	37,5	18,2	
116. Firestone (88)	49,4	51,4	40,8	46,0	55,8	50,3(+)	
117. Cia. Nav. Aliança		59,1	51,0	50,9	40,6	35,1	
118. Hermes Macedo		54,4	50,9	52,2	50,7	43,9	
119. Escelsa		69,9	63,2	63,6	60,6	61,4	
120. Telve		33,2	42,5	61,6	61,8	55,8	
121. Pão de Açúcar		48,2	64,8	80,6	44,3	28,3	
122. Cimento Itaú (62)	8,6	70,5	69,1	69,3	55,8	32,8(+)	
123. Lojas Americanas		29,2	34,4	28,3	28,7	27,7	
124. Champion Papel		19,8	37,2	56,0	54,5	35,1	
125. Itaipu		6,2	67,1	82,3	91,7	95,6	
126. Cosigua		59,2	62,0	73,7	60,4	59,0	
127. Texaco (58)	37,4	52,9	59,6	58,8	58,3	50,2(+)	
128. Icomi (41)	17,4	17,3	12,9	14,2	25,3	19,4(+)	
129. Cia. Com. Navegação		54,9	65,3	59,4	54,9	53,4	
130. Braseixos		40,5	32,7	27,1	35,6	32,5	

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
131. Termomecânica		8,1	10,6	11,2	18,2	14,1	
132. Sid. Dedini		25,8	16,0	38,3	35,0	15,4	
133. Ultrafertil		86,7	79,6	81,8	59,4	51,0	
134. Ishikawajuma		70,8	81,9	82,7	79,3	76,0	
135. Supergasbras		47,3	2,4	12,7	16,7	10,2	
136. Romi		35,8	33,5	38,5	40,9	31,9	
137. Brasilit (11)	8,6	48,2	43,1	46,7	39,4	28,9(+)	
138. Samitri		23,5	12,1	10,2	27,9	33,8	
139. Usinas Paulistas de Açucar		51,9	30,1	44,1	51,9	44,7	
140. Ceagesp (46)	5,5	29,2	33,3	41,6	30,9	35,2(+)	
141. Copebras		76,8	94,9	97,4	80,2	41,0	
142. Duratex		58,3	54,6	49,6	47,9	43,4	
143. Celpe (89)	31,7	35,1	34,6	30,0	34,7	53,8(-)	
144. Morro Velho		21,2	16,2	3,1	3,3	6,8	
145. Cimetal		48,2	42,6	59,9	80,4	50,5	
146. Telesc		41,9	51,4	55,6	58,9	44,0	
147. Union Carbide (80)	60,4	32,8	32,7	27,2	28,4	27,9(-)	

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
148. Ceb (79)	13,0	38,6	30,9	31,8	31,5	38,7(+)	
149. Telebahia		68,4	68,3	71,1	73,1	57,8	
150. Atlantic (64)	42,4	53,9	60,5	64,0	67,0	59,5(+)	
151. Cia. Metropolitana Com. Part.		0,4	16,7	16,2	13,6	0,0	
152. Arthur Lundgren		51,2	46,6	49,9	49,3	49,6	
153. Philips S.A. (68)	6,9	1,2	0,9	1,3	1,2	2,4(-)	
154. G.E.B. Vidigal		22,9	6,6	2,9	30,6	13,3	
155. Anglo American		-	-	-	0,0	0,0	
156. Corsan (53)	13,8	24,9	23,4	34,9	41,1	37,6(+)	
157. Paulistur		58,3	28,9	9,5	8,8	6,0	
158. Adm. Tapajós		-	-	0,2	1,7	14,7	
159. Ferreira Guedes		11,4	10,3	3,2	5,5	5,0	
160. Caesb		21,7	31,9	36,5	41,6	39,1	
161. Metal Leve		20,7	27,4	30,9	30,7	30,1	
162. Cargill		61,1	62,7	70,4	61,6	56,6	
163. Citrosuco		82,4	74,2	82,0	64,4	62,2	
164. Cia. Bras. Met. Min.		15,3	6,0	10,0	18,8	10,4	
165. CBPO		43,7	27,8	28,7	35,4	39,5	

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
166. Ciba Geigy		63,6	60,9	63,6	57,5	69,5	
167. Johnson e Johnson		37,0	36,2	36,9	38,5	36,5	
168. Vasp		71,3	64,6	68,4	72,4	67,0	
169. Dow		87,9	77,1	90,5	87,6	85,2	
170. Mafersa		55,9	68,7	72,7	68,5	62,6	
171. Servix		77,9	68,6	42,7	29,7	25,5	
172. Codesc		-	-	2,9	3,6	0,9	
173. Sadia Concordia		33,9	35,5	37,3	36,9	27,0	
174. Soptsos S.A. Com. Adm.		-	-	-	-	3,2	
175. Teleceara		8,4	18,3	35,1	36,4	34,4	
176. Eternit		38,1	42,7	50,4	42,1	32,0	
177. Cimento Rio Branco		51,1	41,9	24,2	18,3	21,8	
178. Cem		28,6	28,4	52,7	57,7	47,5	
179. Mappin		64,1	63,6	68,5	61,8	58,8	
180. EBM		0,1	0,3	0,5	0,2	6,1	
181. Equip. Villares		-	11,7	8,3	29,0	62,2	
182. Siemens		72,2	75,3	89,6	85,7	75,6	

	<u>1970</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
183. Mineração Paranaíba		25,6	24,3	18,1	47,1	70,0	
184. Cia. Mineira Metais		14,8	21,5	32,7	28,2	20,5	
185. Atasa		1,9	0,0	4,5	0,2	0,4	
186. Coelce		34,2	24,7	25,9	29,3	48,0	
187. Brastemp		67,4	67,3	65,5	58,8	49,8	
188. Cebepe		0,3	0,6	0,0	5,2	0,0	
189. Gessy Lever		59,7	-	-	-	64,7	
190. Ind. Carboquímica		0,2	46,2	70,3	70,0	36,7	
191. Embrapa		3,2	5,8	20,8	20,7	74,2	
192. Bayer		79,4	75,4	82,3	73,9	63,3	
193. Sid. Barra Mansa		22,3	14,6	18,4	12,3	14,1	
194. Cia. Adm. S. Lourenço		0,0	0,0	0,0	0,1	2,4	
195. Standard Electric		72,0	72,0	73,6	72,5	62,9	
196. Sanepar		58,8	70,0	71,0	70,8	69,8	
197. Serveng		23,1	21,0	23,6	21,6	25,5	
198. Cofap		60,8	68,2	53,5	44,9	44,4	
199. Telest		8,0	27,0	39,2	43,4	42,8	
200. M. Dedini Ports		42,3	43,9	43,0	27,3	19,6	

APÊNDICE II

EXPANSÃO DO CAPITAL DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS  
REGISTRADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

(1979 vs 1970)

	<u>1970</u>	<u>1979</u>	<u>79/70</u>
	A \$	B \$	C= B/A (vezes)
BANCO DA AMAZÔNIA S.A.	100.000.000	1.503.117.000	15,03
BANCO DA AMÉRICA DO SUL S.A.	22.000.000	551.353.000	25,06
BANCO ANTONIO DE QUEIROZ S.A.	7.000.000	54.400.000	7,77
BANCO AUXILIAR S.A.	37.661,346	1.050.000.000	27,88
BANCO BAMERINDUS DO BRASIL S.A.	35.870.000	2.976.000.000	82,97
BANCO BANDEIRANTES S.A.	17.100.000	430.000.000	25,15
BANCO BANDEIRANTES DE INVESTIMENTOS S.A.	20.000.000	60.000.000	3,00
BANCO BOA VISTA S.A.	53.000.000	324.000.000	9,82
BANCO BOZANO SIMONSEN DE INVESTIMENTO S.A.	60.000.000	1.050.000.000	17,50
BANCO BRASILEIRO DE DESCONTOS S.A.	112.500.000	10.289.109.374	91,46
BANCO BRADESCO DE INVESTIMENTOS S.A.	75.150.000	1.927.678.664	25,65
BANCO DO BRASIL S.A.	720.000.000	39.801.400.000	55,28
COMIND BANCO DE INVESTIMENTO S.A.	15.000.000	210.000.000	14,00
BANCO COMÉRCIO E INDÚSTRIA DE SÃO PAULO S.A.	69.000.000	1.200.000.000	17,39
BANCO DE CRÉDITO NACIONAL S.A.	22.500.000	935.000.000	41,56
BANCO CREFISUL DE INVESTIMENTOS S.A.	43.225.807	434.000.000	10,04
BANCO DENASA DE INVESTIMENTO S.A.	20.000.000	243.750.000	12,19
BANCO ECONÔMICO S.A.	32.000.000	1.072.000.000	33,50
BANCO DO ESTADO DA BAHIA S.A.	15.000.000	396.000.000	26,40
BANCO DO ESTADO DO CEARÁ S.A.	20.000.000	257.062.037	12,85
BANCO DO ESTADO DO PARANÁ S.A.	34.500.000	864.500.000	25,06
BANCO DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	40.297.747	850.000.000	21,09
BANCO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO S.A.	150.000.000	1.824.059.250	12,16
BANCO DO ESTADO DE SANTA CATARINA S.A.	30.000.000	442.260.000	14,74

	<u>1970</u>	<u>1979</u>	<u>79/70</u>
	A	B	C= B/A
	\$	\$	(vezes)
BANCO DO ESTADO DE SÃO PAULO S.A.	242.000.000	5.754.008.832	23,78
BANCO FINANCIAL S.A.	10.220.280	222.084.900	21,73
BANCO FRANCÊS E BRASILEIRO S.A.	33.000.000	1.050.000.000	31,82
BANCO ITAÚ S.A.	90.000.000	4.849.785.000	53,89
BANCO JULIÃO ARROYO S.A.	2.730.000	33.000.000	12,09
BANCO MAIOSONAVE DE INVESTIMENTOS S.A.	15.000.000	249.696.000	16,65
BANCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.	26.000.000	607.500.000	23,37
BANCO MERCANTIL DE SÃO PAULO S.A.	91.162.500	2.457.686.358	26,96
BANCO NACIONAL S.A.	74.571.500	1.784.101.039	23,92
BANCO DO NORDESTE DO BRASIL S.A.	140.000.000	2.550.000.000	18,21
BANCO NORDESTE DO ESTADO DE SÃO PAULO S.A.	33.750.000	635.000.000	18,81
BANCO REAL S.A.	55.479.340	1.772.000.000	31,94
BANCO REAL DE INVESTIMENTOS S.A.	30.000.000	525.000.000	17,50
BANCO SAFRA S.A.	14.000.376	800.000.000	57,14
BANCO SUDAMERIS S.A.	29.396.731	310.200.000	10,55
UNIBANCO - UNIÃO DE BANCOS BRASILEIROS S.A.	92.968.445	1.755.903.240	18,89
UNIBANCO - BANCO DE INVESTIMENTO DO BRASIL S.A.	41.250.000	700.000.000	16,97
ACESITA	224.000.000	3.590.471.000	16,03
AÇO ALTONA	5.842.012	76.663.698	13,12
AÇOS VILLARES	54.180.000	1.147.932.676	21,19

	<u>1970</u>	<u>1979</u>	<u>79/70</u>
	A	B	C= B/A
	\$	\$	(vezes)
ADUBOS VIANNA	3.614.000	16.000.000	4,43
AGGS	14.300.000	97.280.000	6,80
ALBARUS	10.992.000	484.000.000	44,03
ALPARGATAS	106.000.000	1.912.645.652	18,04
AMADEU ROSSI	10.000.000	105.000.000	10,50
ANCORA COMERCIAL	3.060.000	16.500.000	5,39
ANDERSON CLAYTON	131.000.000	734.400.000	5,61
ANHANGUERA	60.000.000	720.000.000	12,00
ANTÁRTICA	240.000.000	1.537.200.000	6,41
APARECIDA	25.000.000	399.000.000	15,96
APOLO	7.579.000	60.000.000	7,92
ARNO	37.488.528	426.296.621	11,37
ARTEX	22.000.000	750.327.552	34,11
ARTHUR LANGE	7.400.000	266.240.000	35,98
ATMA	6.000.000	81.600.000	13,60
AUTO ASBESTOS	6.050.000	48.000.000	:8,00
BANGU	34.672.500	140.000.000	4,04
BARBER GREENE	11.000.000	229.350.000	20,85
BARDELLA	22.500.000	400.000.000	17,78
BATES BRASIL	24.140.005	119.646.804	4,96
BAUMER	7.600.000	81.000.000	10,66
BELGO MINEIRA	229.687.500	2.040.000.000	8,88
BENZENEX	8.500.000	60.000.000	7,06

	<u>1970</u>	<u>1979</u>	<u>79/70</u>
	A \$	B \$	C= B/A (vezes)
BERGAMO	4.000.000	355.358.840	88,84
BETUMARCO	2.585.000	133.056.000	51,47
BICICLETAS MONARK	13.800.000	562.611.329	40,77
BMG FINANCEIRA	11.477.795	79.196.785	6,90
BONATO	2.948.860	40.500.000	13,73
BORGHOFF	3.000.000	41.616.000	13,87
BORLEM	19.490.000	126.000.000	6,46
BOZANO SIMONSEN (CÍIA)	8.450.000	336.600.000	39,83
BRAHMA	225.000.000	2.520.000.000	11,20
BRASILJUTA	11.200.000	141.440.000	12,63
BRASIL ENERGIA	113.750.000	1.956.678.400	17,20
BRASILIT	60.000.000	840.000.000	14,00
BRASIMET	15.000.000	220.500.000	14,70
BRASMETAL	9.322.236	100.000.000	10,73
BRASMOTOR	18.228.000	517.511.110	28,39
BRINQUEDOS BANDEIRANTES	8.500.000	230.184.000	27,08
CACIQUE	30.677.000	408.000.000	13,30
CAFÉ BRASÍLIA	8.500.000	227.112.858	26,72
CASA ANGLO	31.005.000	1.315.327.942	42,42
CASA JOSÉ SILVA	6.330.000	136.776.394	21,61
CBV - IND. MECÂNICA	9.518.387	210.240.000	22,09
CEMIG	531.000.000	17.600.000.000	33,15
C. FABRINI	11.000.000	118.320.000	10,76
CESP	5.114.490.000	54.146.878.189	10,59

	1970	1979	79/70
	A \$	B \$	C= B/A (vezes)
CICA	39.000.000	484.176.000	12,41
CIMAF	15.000.000	151.470.000	10,10
CIMENTO ARATÚ	45.402.369	451.015.945	9,93
CIMENTO CAUÉ	30.000.000	320.000.000	10,67
CIMENTO CORUMBÁ	12.000.000	75.000.000	6,25
CIMENTO ITAÚ	75.000.000	538.094.000	7,17
CIMENTO PARAÍSO	79.416.753	150.480.000	1,89
CIMETAL	4.063.260	653.296.000	160,78
CITROBRASIL	10.500.000	29.484.000	2,81
COBRASMA	96.508.553	1.530.017.800	15,85
CONCISA	10.023.400	430.000.000	42,90
CONCRETEX	9.000.000	270.000.000	30,00
CONFRIO	32.545.447	180.696.256	5,55
CONSTRUTORA A. LINDERBERG	12.000.000	139.000.000	11,58
CONSTRUTORA BETTER	12.100.000	300.091.392	24,80
CONSUL	12.000.000	322.000.000	26,83
COPAS	12.000.000	230.000.000	19,17
CREMER	9.000.000	377.880.000	41,99
DF VASCONCELLOS	8.000.000	156.128.000	19,52
DATAMEC	8.859.778	122.400.000	13,82
DIÂMÉTRO EMPREENDIMENTOS	6.500.000	87.040.000	13,39
DISTRIBUIDORA IPIRANGA	35.000.000	300.000.000	8,57
DOCAS DE SANTOS	65.000.000	2.088.450.000	32,13

1970197979/70

A

B

C= B/A  
(vezes)

DONA ISABEL	21.510.000	163.014.000	7,58
DUCAL	20.000.000	50.940.000	2,55
DURATEX	28.750.000	1.044.225.000	36,32
DX DINALUBE	1.000.000	12.100.000	12,10
ECEL	19.000.000	354.960.000	18,68
ECISA	15.100.000	1.003.974.763	66,49
ED. GUIAS LTB	45.000.000	105.000.000	2,33
ELEKEIROZ	18.000.000	204.600.000	11,37
ELÉTRICA CAIUÁ	14.254.000	246.921.700	17,32
ELETROMAR	18.213.888	139.908.198	7,68
ELETRABRÁS	3.200.000.000	48.753.125.000	15,24
ELUMA	31.200.000	818.881.000	26,25
EMÍLIO ROMANI	6.617.674	69.100.000	10,44
ENGESA	10.000.000	120.000.000	12,00
ERICSSON	80.000.000	1.916.232.000	23,95
ESTRELA	36.400.000	477.272.250	13,11
ETERNIT	56.500.000	682.574.506	12,08
EUCATEX	30.570.000	273.434.000	8,94
FNV	45.640.000	407.955.018	8,94
FABRICA CARLOS RENAUX	12.308.095	180.000.000	14,62
FERRAGENS E LAMINAÇÃO BRASIL	11.700.000	192.300.000	16,44
FERRO BRASILEIRO	53.900.000	285.238.000	5,29

1970A  
\$1979B  
\$79/70C= B/A  
(vezes)

FERTISUL	16.000.000	350.000.000	21,88
FICHET	14.112.000	81.607.500	5,78
FINANCIADORA BRADESCO	24.000.000	1.060.770.816	44,20
FORD	357.421.311	1.091.753.602	3,05
FRIGOBRAÁS	12.828.000	600.000.000	46,77
FUJIWARA	6.800.000	32.640.000	4,80
FUNDIÇÃO TUPY	29.000.000	700.000.000	24,14
GERMANI	1.500.000	68.796.000	45,86
GOMES DE ALMEIDA	80.000.000	560.000.000	7,00
GOYANNA	16.008.000	95.200.000	5,95
GUARARAPES	20.000.000	1.000.000.000	50,00
HELENO FONSECA	21.000.000	401.307.952	19,11
HÉRCULES	6.500.000	84.000.000	12,92
HINDI	10.000.000	54.400.000	5,44
HOWA	10.300.000	184.280.000	17,89
IAP	13.000.000	544.400.000	41,88
IBESA	15.847.000	665.280.000	41,98
IFEMA	5.460.000	145.000.000	26,56
IGUAÇU CAFÉ	9.000.000	146.191.500	16,24
INDÚSTRIA HERING	48.034.300	692.003.538	14,14
INDÚSTRIAS ROMI	38.500.000	1.075.000.000	27,92
ITAP	9.100.000	133.069.568	14,62
INDS. VILLARES	46.616.000	784.958.244	16,84

	<u>1970</u>	<u>1979</u>	<u>79/70</u>
	A	B	C = B/A
	\$	\$	(vezes)
IRMÃOS DAVOLI	1.900.000	61.200.000	32,21
KIBON	59.850.668	235.000.000	3,93
LACTA	17.883.666	78.659.404	4,40
LAFER	7.000.000	170.000.000	24,29
LIGHT	1.857.134.236	24.719.460.372	13,31
LIX DA CUNHA	7.000.000	200.200.000	28,60
LOBRAS	28.000.000	406.879.200	14,53
LOJAS AMERICANAS	66.000.000	1.662.500.000	25,19
LOJAS RENNER	14.000.000	181.440.000	12,96
LONA FLEX	5.625.000	54.000.000	9,60
MADEIRIT	10.700.000	79.952.000	7,47
MAGNESITA	33.020.000	577.080.010	17,48
MANAH	17.472.000	864.600.000	49,48
MANASA	6.500.000	132.300.000	20,35
MANGELS	18.440.000	476.000.000	25,81
MANNESMANN	91.287.000	3.807.202.730	41,71
MÁQUINAS PIRATININGA	11.704.000	292.399.291	24,98
MARCOVAM	8.000.000	73.200.000	9,15
MECÂNICA PESADA	43.712.000	414.927.252	9,49
MELHORAMENTOS PARANÁ	33.000.000	150.779.421	4,57
MELHORAMENTOS DE SÃO PAULO	50.000.000	273.700.000	5,47
MENDES JUNIOR	110.000.000	2.005.469.000	18,23

	<u>1970</u>	<u>1979</u>	<u>79/70</u>
	A	B	C= B/A
	\$	\$	(vezes)
MESBLA	90.000.000	922.500.000	10,25
METALFLEX	4.200.000	54.000.000	12,86
METAL LEVE	57.175.000	909.566.406	15,91
MET. A. EBERLE	25.000.000	260.000.000	10,40
MET. BARBARÁ	49.000.000	672.000.000	13,71
MET. GERDAU	13.000.000	294.532.875	22,66
MET. LA FONTE	17.187.500	154.764.000	9,00
MICHELETTO	8.450.000	159.120.000	18,83
MINAS MÁQUINAS	3.000.000	60.996.000	20,33
MOINHO FLUMINENSE	75.000.000	1.084.200.000	14,46
MOINHO LAPA	7.500.000	150.000.000	20,00
MOINHO SANTISTA	100.000.000	1.272.892.500	12,73
MONSANTO	20.300.000	66.000.000	3,25
MONTREAL	61.098.866	367.200.000	6,01
MÓVEIS DE AÇO FIEL	11.000.000	50.937.000	4,63
MÓVEIS CIMO	12.000.000	56.000.000	4,67
MUNCK	3.045.000	216.000.000	70,94
MUNDIAL COURO	1.200.000	46.784.000	38,99
NADIR FIGUEIREDO	23.700.000	234.000.000	9,87
NAKATA	7.000.000	212.800.000	30,40
NORDON	6.200.000	362.014.000	58,39
NOVA AMÉRICA	84.500.000	402.000.000	4,76
ORNIEX	15.000.000	123.000.000	8,20

	<u>1970</u>	<u>1979</u>	<u>79/70</u>
	A	B	C = B/A
	\$	\$	(vezes)
OXIGÊNIO BRASIL	17.050.490	61.175.000	3,59
PANAMBRA SUL	5.500.000	35.028.000	6,37
PANEX	5.100.000	30.000.000	5,88
PARAGÁS	8.300.000	70.965.000	8,55
PARAMDUNT	22.000.000	412.830.000	18,77
PARANÁ EQUIP.	11.164.888	108.800.000	9,74
PAULISTA DE ENERGIA	5.013.000	69.700.000	13,90
PAULISTA DE FORÇA E LUZ	418.251.800	4.398.279.570	10,52
PBK EMP. IMOB.	8.000.000	93.693.000	11,71
PEG PAG	14.000.000	100.000.000	7,14
PERDIGÃO	8.400.000	250.000.000	29,76
PEREIRA BARRETO	2.400.000	20.000.000	8,33
PER. COLÚMBIA	11.100.000	137.020.000	12,34
PETROBRÁS	2.947.680.000	56.607.592.356	19,20
PEVE - PARTICIPAÇÕES	9.600.000	828.800.000	86,33
PETRÓLEO IPIRANGA	36.000.000	600.000.000	16,67
PETRÓLEO SÃO PAULO	14.588.500	95.200.000	6,53
PHEBO	11.206.233	133.622.000	11,92
PIR. BRASÍLIA	20.000.000	180.000.000	9,00
PIRELLI	297.000.000	4.623.562.944	15,57
POLENGHI	5.775.000	158.500.000	27,45
PREMESA	7.629.370	253.736.128	33,26

	1970 A \$	1979 B \$	79/70 C= B/A (vezes)
PROSDÚCIMO	4.800.000	78.214.000	16,29
REAL CIA. INVESTIMENTOS	4.500.000	281.400.000	62,53
REAL PART.	13.000.000	412.725.000	31,75
REF. IPIRANGA	20.000.000	270.000.000	13,50
REFRIPAR	5.500.000	189.000.000	34,36
RENNER HERMANN	11.700.000	217.000.000	18,55
RICASA	2.700.000	16.000.000	5,93
RODOVIÁRIA	8.500.000	104.500.000	12,29
SADIA CONCÓRDIA	21.120.000	1.000.000.000	47,35
SAMCIL	10.200.000	24.480.000	2,40
SANO	1.500.000	300.000.000	31,58
SANTISTA PAPEL	20.390.400	180.000.000	8,83
SARAIVA	6.000.000	83.200.000	13,87
SAVENA	4.480.000	79.500.000	17,75
SEMP	23.200.000	193.050.000	8,32
SERVIX	29.975.000	1.380.400.000	46,05
SHARP	1.000.000	707.742.000	707,74
SIAM UTIL	8.296.000	100.000.000	12,05
SID.AÇONORTE	50.990.000	777.890.499	15,26
SID. GUAIRA	4.800.000	94.530.000	19,69
SID. NACIONAL	598.705.287	11.681.475.000	19,51
SID. RIOGRANDENSE	30.000.000	684.129.745	22,80
SIFCO DO BRASIL	28.000.000	700.560.000	25,02

	<u>1970</u>	<u>1979</u>	<u>79/70</u>
	A	B	C= B/A
	\$	\$	(vezes)
SOLORRICO	10.500.000	301.922.000	28,75
SONDOTÉCNICA	4.000.000	75.240.000	18,81
SOPAVE	3.500.000	24.000.000	6,86
SORANA	5.800.000	48.841.000	8,42
SOUZA CRUZ	400.000.000	5.922.201.000	14,81
SPRINGER	10.000.000	172.200.000	17,22
SUDESTE	7.000.000	15.650.000	2,24
SUPERGASBRÁS	73.657.537	771.170.610	10,47
T. JANER	18.000.000	90.000.000	5,00
TECELAGEM S. JOSÉ	3.000.000	227.863.231	75,95
TECFRIL	3.720.000	8.500.000	2,28
TECHNOS	3.100.000	140.712.000	45,39
TEKA	12.600.000	476.000.000	37,78
TEKNO ENGENHARIA	3.951.900	54.000.000	13,66
TEF. BORDA CAMPO	30.691.150	754.619.327	24,59
TELERJ	910.410.458	17.330.939.877	19,04
TELESP	4.220.549.934	25.739.638.207	6,10
TEXTIL GABRIEL CALFAT	20.500.000	443.520.000	21,64
TEX. RENAUX	4.536.000	85.000.000	18,74
TRANSAUTO	6.643.600	152.384.160	22,94
TRANSBRASIL	12.000.000	650.000.000	54,17
TRANSPARANÁ	4.800.000	137.000.000	28,54

	<u>1970</u>	<u>1979</u>	<u>79/70</u>
	A	B	C = B/A
	\$	\$	(vezes)
TRORION	30.000.000	255.000.000	8,50
TURISMO BRADESCO	9.120.000	324.725.000	35,61
UNIPAR	156.001.525(75)	665.812.474	4,27
VALE DO RIO DOCE	645.840.000	12.002.544.000	18,58
VARIG	115.432.730	2.257.305.000	19,56
VEPLAN	22.000.000	295.500.000	13,43
VIDRARIA SANTA MARINA	22.703.000	1.450.400.000	63,89
VIGORELLI	15.600.000	270.864.000	17,36
VULCABRÁS	11.550.000	188.037.000	16,28
WAGNER	4.200.000	80.000.000	19,05
WHITE MARTINS	109.771.200	1.754.143.000	15,98
ZANINI	10.500.000	792.304.00	75,46

APÊNDICE III

ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS  
ESTATAIS E ESTRANGEIRAS

(1978 vs 1970)

<u>ESTATAIS</u>	<u>1970</u>	<u>1978</u>			
	<u>E</u>	<u>E</u>	<u>L</u>	<u>R</u>	<u>P</u>
Acesita	6,3	73,1	(46)	(46)	(52)
Cemig	41,8	63,1	16	15	(30)
Sid. Nacional	30,4	61,7	(44)	(43)	(49)
Paul. F. Luz	59,3	55,6	7	9	(2)
Vale	27,8	42,0	(45)	(45)	(52)
Telesp	30,0	39,4	(6)	(4)	(27)
Petrobrás	25,6	39,3	(16)	(15)	(46)
Cesp	26,1	34,1	22	22	(13)
Telerj	30,0	26,1	(5)	(3)	(23)

<u>CATEGORIAS DE ENDIVIDAMENTO</u>	<u>QUANTIDADE DE EMPRESAS</u>		<u>FREQUÊNCIA %</u>		<u>FREQUÊNCIA ACUMULADA %</u>	
	<u>1970</u>	<u>1978</u>	<u>1970</u>	<u>1978</u>	<u>1970</u>	<u>1978</u>
	70 a 79,9	0	1	-	12	-
60 a 69,9	0	2	-	22	-	33
50 a 59,9	1	1	11	11	11	44
40 a 49,9	1	1	11	11	22	55
30 a 39,9	3	3	33	33	55	88
20 a 29,9	3	1	33	12	88	100
10 a 19,9	0	0	-	-	88	-
0 a 9,9	<u>1</u>	<u>0</u>	<u>12</u>	<u>-</u>	100	-
	<u>9</u>	<u>9</u>	<u>100</u>	<u>100</u>		

ESTRANGEIRAS

	<u>1970</u>	<u>1978</u>			
	<u>E</u>	<u>E</u>	<u>L</u>	<u>R</u>	<u>P</u>
Ford	51,2	67,8	49	49	49
Valmet	40,5	65	(9)	(5)	(33)
Sharp	-	64	4	4	(38)
Ericsson	74,0	62	3	6	(19)
Light	31,3	53,2	24	25	(27)
Mangels	66,5	53	(30)	(30)	(32)
And. Clayton	42,7	52	(44)	(44)	(63)
Mannesmann	25,2	51,6	(50)	(48)	(73)
Technos	25,1	46	75	76	20
Nordon	63	44	48	48	(9)
Pirelli	41,9	41	4	6	(36)
Souza Cruz	19,6	32,7	(28)	(27)	(55)
Ferro Bras.	16,1	22	(11)	(11)	(37)

CATEGORIAS DE ENDIVIDAMENTO

	<u>QUANTIDADE DE EMPRESAS</u>		<u>FREQUÊNCIA %</u>		<u>FREQUÊNCIA ACUMULADA %</u>	
	<u>1970</u>	<u>1978</u>	<u>1970</u>	<u>1978</u>	<u>1970</u>	<u>1978</u>
	70 a 79,9	1	0	8	-	8
60 a 69,9	2	4	17	31	25	31
50 a 59,9	1	4	8	31	33	62
40 a 49,9	3	3	25	23	58	85
30 a 39,9	1	1	8	8	66	93
20 a 29,9	2	1	17	7	83	100
10 a 19,9	<u>2</u>	<u>0</u>	<u>17</u>	<u>-</u>	100	-
	<u>12</u>	<u>13</u>	<u>100</u>	<u>100</u>		

APÊNDICE IV

ÍNDICES SETORIAIS:

LIQUIDEZ CORRENTE, ENDIVIDAMENTO E RENTABILIDADE

ÍNDICES MÉDIOS SETORIAIS - QUANTIDADE DE EMPRESAS DA AMOSTRA, SOCIEDADES ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO E (\*) ENDIVIDAMENTO SUPERIOR ÍNDICE MÉDIO DO SETOR (ANO BASE: 1978)

	<u>LIQUIDEZ CORRENTE</u>	<u>ENDIVI- DAMENTO</u>	<u>RENTABI- LIDADE</u>
AGR - AGRICULTURA, PECUÁRIA E SILVICULTURA	1,38	32,8	4,3
MIN - MINERAIS METÁLICOS (43)	1,13	45,3	2,6
CIA VALE DO RIO DOCE	1,18	42,0	3,0
SAMITRI	1,39	33,8	-
CONIVAL	0,61	8,6	-
MNM - MINERAIS NÃO METÁLICOS	1,39	50,4	5,8
CIM. CAL E CIMENTO (42)	1,37	40,6	8,1
ITAÚ	2,03	32,8	15,3
CAUE	2,62	26,8	2,5
ARATÚ	1,91	29,8	-
CIMEPAR	0,54	30,7	11,0
CORUMBÁ	1,50	31,5	18,2
IBACIP	1,27	19,8	3,6
MATO GROSSO	1,35	4,2	-
CER - CERÂMICA E ARTEF. DE CIMENTO, GESSO E AMIANTO (97)	1,38	44,5	12,6
BRASILIT	2,10	28,9	24,5
ETERNIT	1,81	32,0	26,5
SCHMIDT	0,84	74,6*	-
CHIARELLI	1,62	51,7*	10,6
SANO	2,30	37,5	25,1
CIDAMAR	1,66	34,2	29,5
CECASA	2,51	22,0	-
IND. BAHIANA LAJES	0,91	35,5	1,2
CER. S. JOSÉ GUAÇU	0,96	43,1	7,8
PORTO FERREIRA	2,71	65,8*	-
VID - ARTEFATOS DE VIDRO E CRISTAL (22)	2,01	34,7	20,2
STA MARINA	2,35	24,6	24,0
NADIR FIGUEIREDO	1,89	30,1	19,0
MULTIVIDRO	2,21	34,0	35,6
TERMOLAR	1,93	59,0*	8,3

	<u>LIQUIDEZ CORRENTE</u>	<u>ENDIVI- DAMENTO</u>	<u>RENTABI- LIDADE</u>
ABRAMO EBERLE	2,51	48,1*	15,5
ARMCO	1,43	51,0*	20,1
PREMESA	2,75	18,5	-
METALAC	1,97	44,0	8,0
FICHET	1,21	70,6*	8,5
ZIVI	1,51	48,4*	7,4
HERCULES	2,11	40,3	6,6
TEKNO	1,75	45,8	17,2
LA FONTE	2,61	28,2	17,6
FIBAM	1,55	53,4*	6,8
MICHELETTO	1,80	52,7*	5,5
SIAM UTIL	2,40	55,7*	20,0
FABRIMAR	1,88	27,2	-
BRAFER	2,48	35,1	16,9
METISA	-	52,6*	2,5
METALON	1,36	6,41*	-
DUQUE	1,38	52,8*	21,3
ALTONA	1,05	57,7*	-
PANEX	1,17	42,7	0,5
AMADEO ROSSI	1,58	54,0	3,6
NALLIG NORD	1,66	81,5*	-
ICOPASA	1,40	14,0	-
METALGRÁFICA IGUAÇU	1,21	48,9*	16,4
DOVAT	1,09	74,6*	-
BELLINI	2,99	59,2*	7,8
BRASFERRÓ	0,92	69,0*	3,5
SILBER	0,66	72,6+	-
ASO METAL	4,48	8,5	-
MET. HASSMANN	3,17	20,6	21,3
GAZOLA	1,29	59,1*	15,5
MAQ. MÁQUINAS, MOTORES E EQUIPAMENTOS INDUSTRIAIS (270)			
	1,53	54,1	13,2
IND. VILLARES	1,06	30,0	15,8
ROMI	3,60	31,9	5,5
M. DEDINI	2,31	52,3	8,8
MEC. PESADA	3,36	21,5	34,4
ZANINI	1,39	61,7*	9,5

	<u>LIQUIDEZ CORRENTE</u>	<u>ENDIVI- DAMENTO</u>	<u>RENTABI- LIDADE</u>
BARDELLA	2,51	58,6*	15,5
EMBRACO	1,38	53,5	22,8
NORDON	2,38	45,5	37,3
CBV	1,57	41,5	27,2
SCHULER	1,18	71,0*	27,2
WEG	2,06	51,7	25,9
HONA	1,44	47,1	-
TRAF0	2,48	53,7	19,4
BRASIMET	1,26	45,8	-
BARBER GREENE	1,85	42,7	26,5
MAQS. PIRATININGA	1,09	79,5*	-
GEMA	1,54	48,1	0,5
GKW FREDENHAGEN	1,53	48,2	5,8
INS-MÁQS. APARELHOS E INSTR;P/ESCRITÓRIOS (22)	1,50	57,2	20,8
SHARP	1,30	64,4*	19,6
MEL - MATERIAL ELÉTRICO (76)	1,94	46,3	16,1
IFEMA	1,91	44,9	12,5
ELETROMAR	2,03	37,2	27,9
FAE	3,48	10,4	2,3
DOM - APARELHOS DOMÉSTICOS, MAT.DE COM.(63)	1,73	56,6	18,1
ERICSSON	1,93	62,0*	16,7
CONSUL	1,78	49,2	33,9
ARNO	2,12	34,0	10,7
IBESA S.A.	1,71	53,0	26,5
VIGORELLI	1,25	61,3	36,1
REFR. PARANÁ	2,24	54,5	32,2
SPRINGER	1,21	69,9*	0,5
IBESA AM	1,30	71,0*	36,2
NAV - CONSTRUÇÃO NAVAL (15)	1,29	63,2	11,6
FER - MATERIAL FERROVIÁRIO (8)	1,48	49,9	10,3
COBRASMA	1,33	49,1	6,3
FNV	2,71	23,7	16,0

	<u>LIQUIDEZ CORRENTE</u>	<u>ENDIVI- DAMENTO</u>	<u>RENTABI- LIDADE</u>
OÑM - OUTROS PRODUTOS DE MINEIRAS NÃO METÁLURGICOS (14)	1,31	48,9	11,9
MAGNESITA	1,17	54,4*	6,6
SID - SIDERURGIA (61)	1,12	62,1	3,8
BELGO	1,48	24,0	5,8
ACESITA	1,01	73,1*	7,2
MANNESMANN	1,42	51,6	12,1
VIBASA	1,76	57,5	0,6
AÇOS VILLARES	2,03	32,6	6,8
DEDINI	1,80	15,4	12,5
CIMETAL	0,84	50,5	1,2
AÇONORTE	1,11	42,6	15,8
RIO GRANDENSE	1,19	47,7	21,0
ANHANGUERA	1,16	58,2	-
FERBASA	1,10	31,0	9,0
COSINOR	0,46	55,2	0,2
N.S. APARECIDA	1,36	56,1	6,8
PAINS	1,11	46,3	-
COSIM	1,67	41,6	-
COFERRAZ	1,15	66,0*	15,2
FERRO-LIGAS	1,40	32,1	12,5
STA OLÍMPIA	1,53	38,6	14,7
METROPOLITANA	0,83	65,8*	1,2
GUAIRA	1,01	45,1	24,4
PANATLÂNTICA	1,27	55,8	4,4
MÑF - METALURGIA DOS NÃO FERROSOS (48)	1,61	39,2	17,4
LIASA	0,93	33,9	2,1
IND. AMAZONENSE	1,37	40,3*	-
ALUSUD	1,10	65,1*	6,4
BRASMETAL	3,06	17,5	16,5
MET - PRODUTOS METALÚRGICOS DIVERSOS (326)	1,57	47,9	11,0
FUND. TUPY	1,51	51,3*	16,2
BARBARÁ	2,37	27,8	12,3
FERRO BRAS.	2,26	22,0	9,3
GERDAU	2,15	41,7	30,1
SIFCO	1,52	50,4*	20,2
MANGELS	1,12	65,4*	14,8
CIMAF	1,84	36,1	14,4

	<u>LIQUIDEZ CORRENTE</u>	<u>ENDIVI- DAMENTO</u>	<u>RENTABI- LIDADE</u>
FIEL	1,44	47,2	6,5
ARTEFAMA	1,75	48,3	18,2
DURATEX	1,66	43,4	11,9
EUCATEX	1,43	37,2	8,1
MAD. SINTÉTICA	0,32	28,9	-
MADEIRIT	1,24	39,0	36,9
MANASA	1,62	48,0	22,5
WAGNER	1,52	42,8	7,1
SUDESTE	0,97	37,3	25,5
PAP - PAPEL E PAPELÃO (122)	1,17	52,3	0,4
SUZANO	1,69	46,3	1,9
MELHORAMENTOS	2,16	39,6	6,5
BATES	2,12	35,9	18,1
SANTISTA DE PAPEL	1,26	54,7*	3,4
IRANI	1,53	47,6	15,5
SAPELBA	1,37	14,0	0,1
QUI - QUÍMICA E PETROQUÍMICA (219)	1,20	59,7	8,6
PETROFERTIL	2,53	26,0	5,2
COPENE	0,21	76,3*	16,0
WHITE MARTINS	2,08	42,6	20,9
TIBRÁS	3,23	42,3	15,2
RENNER HERMAN	2,59	24,1	6,6
FERTILIZANTES DO SUL	1,78	65,7*	43,2
POLIALDEN	0,61	62,2*	2,0
MANAH	1,71	51,6	9,2
SOLORRICO	2,05	59,0	20,6
COPAS	1,29	68,5*	19,6
ELEKEIROZ	1,57	33,8	5,91
C.R.A.	0,99	76,4*	14,5
OXIGÊNIO DO BRASIL	1,67	57,0	19,7
METANOR	1,09	58,4	19,2
ELEKEIROZ NE	1,23	36,6	0,6
BUSCHLE E LEPPER	1,99	50,1	27,3
TINTAS DIAMANTE	1,43	30,5	-
BENZENEX	0,69	68,0*	-
ADUBOS VIANNA	0,95	64,0*	-
SUPERAGRO	1,23	58,5	8,0

	<u>LIQUIDEZ CORRENTE</u>	<u>ENDIVI- DAMENTO</u>	<u>RENTABI- LIDADE</u>
AUT - VEÍCULOS AUTOMOTORES(13)	1,17	64,5	4,6
FORD	0,95	67,8*	26,3
ENGESA	1,09	67,4*	27,4
APÇ - AUTOPEÇAS E CORROÇARIAS (95)	1,51	47,9	12,7
METAL LEVE	2,35	30,1	18,1
ALBARUS	1,85	36,4	25,4
MARCOPOLO	1,42	46,6	11,3
RANDON	1,87	60,6*	16,3
BORLEM	1,19	42,7	16,4
AUTO ASBESTOS	2,12	31,6	11,2
NAKATA	1,89	42,1	26,1
FERROPEÇAS VILLARES	1,11	51,2*	3,9
FRAS LE	1,69	44,5	30,2
BRASINCA	1,23	56,3*	14,4
COLMEIA	1,10	36,5	15,5
DE MAIO GALLO	1,38	32,8	10,0
D.F. VASCONCELLOS	1,08	69,0*	4,7
IND. C. FABRINI	1,33	49,8*	22,0
RODOVIÁRIA	1,14	64,1*	-
SANVAS	1,82	69,0*	2,5
TRA - TRATORES.MÁQS.DE TERRAPLANAGEM E IM- PLEMENTOS (32)	1,29	71,1	-
VALMET	2,01	64,5	12,0
MULLER	2,27	57,9	5,9
IRMÃOS NOGUEIRA	1,94	26,2	16,1
FUCHS	1,26	56,8	-
CAETANO BRANCO	1,81	33,3	-
ALPINA	1,67	64,8	9,3
AVV - AVIÕES E OUTROS VEÍCULOS (8)	2,22	45,9	3,9
MoNARK	1,34	59,0*	8,8
MOV - MÓVEIS E ARTEFATOS DE DECORAÇÃO (176)	1,46	52,2	10,2
LAFER	0,99	53,0*	-
CIMO	1,71	49,6	-

	<u>LIQUIDEZ CORRENTE</u>	<u>ENDIVI- DAMENTO</u>	<u>RENTABI- LIDADE</u>
PLA - PLÁSTICOS E DERIVADOS (91)	1,55	44,5	14,0
PIR. BRASÍLIA	1,60	41,6	7,5
GOYANA	1,47	46,6*	17,3
MONSANTO	1,63	33,5	17,5
TRORION	1,31	52,1*	20,9
PLÁSTICOS DO BRASIL	0,43	65,4*	24,5
ITAP	0,98	60,8*	3,8
ATMA	1,41	60,0*	4,1
NOVOLIT	1,07	20,5	9,2
MIMO	1,25	62,5*	15,6
POLIFLEX	2,43	34,0	3,5
PET - PETRÓLEO-REFINAÇÃO E DISTR.(28)	1,30	41,7	18,0
PETROBRÁS	1,27	39,3	17,3
IPIRANGA DIST.	1,28	39,9	9,2
IPIRANGA CIA	1,17	55,7*	15,9
SOLUTEC	4,24	34,0	15,1
IPIRANGA REF.	1,60	31,6	10,6
SÃO PAULO DIST.	1,12	54,6	7,6
DINALUBE	1,11	45,4	1,8
GAS - GÁS DE PETRÓLEO (12)	0,99	42,0	6,1
FAR - PRODUTOS FARMACÊUTICOS, MED.E VET.(51)	1,82	53,1	4,1
BIOBRÁS	0,44	34,3	-
CIBRAN	2,14	74,3	0,5
PER - PROD.DE PERFUMARIA, HIG.DOM. VELAS ETC...(20)	1,51	49,7	11,1
ORNIEX	1,17	52,7*	16,4
PHEBO	2,36	53,5*	-
EWTZEL	1,14	64,9*	-
CAL - CALÇADOS (36)	1,42	57,1	20,2
VULCABRÁS	1,40	50,4	3,1