

5 ANÁLISE DA DEMONSTRAÇÃO DE ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS CONSOLIDADAS E O INVESTIMENTO DAS COMPANHIAS ABERTAS

5.1 PANORAMA GERAL

Antes de entrar no detalhamento dos resultados cabe um panorama geral para a contextualização da época. Os dados podem ser divididos de forma clara entre dois períodos: o primeiro período compreende os anos de 1987 até 1994 e, o segundo abrange os anos que se seguem até 2002. Esta divisão se dá por uma razão elementar, a taxas inflacionárias. O primeiro período se caracteriza por taxas altíssimas assim como planos tentativos de estabilização do nível de preços e troca de moedas, enquanto o segundo compreende o período pós Plano Real com taxas inflacionárias em níveis mais razoáveis e apenas uma moeda vigorando durante todo o período.

A inflação não é uma novidade para o brasileiro, desde a segunda metade do século XX ela se transformou em um problema crônico da economia, entretanto, foram nos anos de 1989, 1990 e 1993 que ela atingiu seu ápice chegando até mesmo a ultrapassar a barreira dos 2.000% (no ano de 1993), quando se considera o índice de preços ao consumidor amplo (IPCA) do IBGE.

Um dos efeitos mais nocivos da inflação é “danificar” as demonstrações contábeis das empresas baseadas nos valores históricos de aquisição de ativos e de contratação das exigibilidades. Segundo Simonsen (1995) a passagem da contabilidade histórica para a real se faz em duas etapas: a dos ajustes dos balanços e a da correção da conta de lucros e perdas. Esta atualização dos valores históricos denomina-se correção monetária. A correção monetária terá grande impacto nos balanços dos anos de altas taxas inflacionárias como será visto na análise dos dados.

Entre 1986 e 1991, o Brasil experimentou cinco choques heterodoxos que objetivavam combater a inflação via desindexação da economia. Em fevereiro de 1986 houve o Plano Cruzado, em junho de 1987 o Plano Bresser, em seguida o Plano Verão (janeiro de 1989), Collor I (março de 1990) e Collor II (janeiro de 1991). Em 1º de março de 1994 foi introduzida a Unidade Real de Valor, doravante URV, uma medida de conta indexada diariamente com valor inicial igual a CR\$ 647,50 que serviria como padrão de valor monetário e, juntamente com o cruzeiro real, integraria o sistema monetário nacional. Esta unidade de valor seria posteriormente denominada real, o que ocorreu em 1º de julho de 1994 com a primeira emissão do Real quando o cruzeiro não mais faria parte do Sistema Monetário Nacional. Durante estes meses de transição o Banco Central fixou uma paridade diária entre o cruzeiro real e a URV.

Os cinco planos anteriores ao Real de combate à inflação tinham como base a desindexação geralmente acompanhada pelo congelamento de preço. Três desses planos (Cruzado, Verão e Collor I) mudaram a moeda nacional e, um aspecto comum a todos foi o fracasso na tentativa de combate ao gigante inflacionário, além do lançamento surpresa à população através de decreto-lei ou medida provisória, congelamento de preços dentre outros aspectos técnicos que não cabem ser aqui discutidos. Contrariamente aos demais planos que o antecederam, o Plano Real não pretendeu nem ser um choque e nem um plano heterodoxo. Seu ponto de partida, como de qualquer plano ortodoxo de combate à inflação, era o ajuste fiscal e o controle monetário.

Um caso específico que merece ser mencionado é o Plano Collor I onde foi utilizado o confisco dos Cruzados Novos. Após um ano de plano, as finanças públicas foram equilibradas e as reservas externas aumentaram, no entanto o país entrava em recessão profunda. O PIB apresentou uma queda de cerca de 4% em 1990 e os desempregados engrossavam as filas enquanto a inflação retornava ao patamar de 20% ao mês.

Já o último plano, o Real, tem como grande trunfo, a estabilização dos preços, que é mantida graças a rígidas políticas monetárias e fiscais, que ocasionaram um grande crescimento da dívida pública e taxas de crescimento econômico aquém do desejado.

Os anos estudados são ricos em mudanças para o Brasil, além das tentativas de conter a inflação. Muito foi modificado em várias frentes; tanto políticas como econômicas

e sociais. Na esfera política houve uma ampliação sobre o controle dos gastos dos governos à procura de racionalizar o processo orçamentário e o endividamento brasileiro. Foi criada a Lei de Diretrizes Orçamentárias e implementado um caixa único dentre outras coisas. Em relação às reformas constitucionais, foram impostos limites ao endividamento dos Estados e Municípios, assim como ao Governo Federal, através da Lei de Responsabilidade Fiscal. Houve reforma administrativa onde se destaca a revisão das regras de estabilidade do servidor público.

Mais especificamente ao longo da década de 90 e início da década seguinte, houve um grupo de mudanças dentre as quais não podemos deixar de citar as privatizações, especialmente com o Programa Nacional de Desestatização. Nesta fase, durante o governo Collor, os principais setores vendidos foram os siderúrgicos, petroquímicos e fertilizantes. De 1995 em diante, maior destaque foi dado à privatização das empresas ligadas à concessão de serviços públicos além de privatizações estaduais.

A partir de 1991 ocorreu a abertura comercial brasileira, a expansão de multinacionais pelo país, fusões entre empresas, privatizações, além disso, planos econômicos fizeram desses 16 anos um tempo de mutações e incertezas para as empresas estudadas. Muitas delas surgiram ao longo do período e outras tantas faliram ou mesmo fecharam capital, poucas são aquelas que conseguiram uma sobrevivência satisfatória em todos estes anos. A incerteza trazida pelas constantes mudanças faz do ambiente econômico um lugar não tão seguro e confiável quanto o desejado. E, ao longo desses 16 anos, inúmeras mudanças econômicas ocorreram que dificultaram a vida das grandes empresas aqui instaladas. Vale lembrar que dentre as mudanças ocorridas na década de 1990, algumas foram extremamente benéficas ao andamento da economia, tais como a estabilização, a responsabilidade fiscal, a privatização, a maior abertura ao mercado externo, o saneamento do sistema bancário, reconhecimento de “esqueletos” dentre outras.

Um outro aspecto que vale ser mencionado em relação às maiores empresas está relacionado ao endividamento. No Quadro abaixo podemos ter uma idéia do aumento do endividamento desde 1987 até seu ápice em 2002.

**QUADRO 5.1 – INDICADORES FINANCEIROS
DAS 500 MAIORES EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS**

Ano	End / PL*	CP / End**	ROE***
1987	89,9%	46,6%	1,2%
1988	80,4%	49,8%	5,7%
1989	78,7%	55,2%	9,3%
1990	86,8%	57,8%	-1,2%
1991	49,1%	54,4%	-1,3%
1992	54,1%	55,3%	0,4%
1993	47,1%	50,0%	1,2%
1994	53,1%	n.d.	3,9%
1995	54,8%	n.d.	0,9%
1996	66,6%	49,1%	1,6%
1997	72,7%	48,3%	2,8%
1998	78,8%	45,9%	3,7%
1999	100,0%	44,5%	-0,6%
2000	106,7%	44,7%	5,6%
2001	123,2%	44,5%	6,1%
2002	158,2%	44,8%	-3,2%

Fonte: Conjuntura Econômica, vários números.

*End / PL = (Passivo circulante + passivo exigível a longo prazo) / Patrimônio Líquido

**CP / End = Passivo circulante / (Passivo circulante + passivo exigível em longo prazo)

***ROE = Lucro líquido / Patrimônio líquido

Este quadro nos mostra que as empresas aumentaram seu endividamento consideravelmente, dando alguns saltos como no ano de 1999, outro no ano de 2001 e também em 2002. Este salto no endividamento pode ser atribuído, em parte, às desvalorizações do câmbio, ou seja, nota-se a partir destes dados o grande endividamento das companhias abertas em moeda estrangeira e como consequência, o aumento das dívidas em momentos de desvalorizações cambiais como nos anos de 1999, 2001 e 2002. Isto relata que a obtenção de recursos de terceiros que, nos anos de 1991 e 1992 representava apenas metade do patrimônio das empresas na média, passaram a competir de igual para igual como fonte de recursos a partir do ano de 1999 e superando esta barreira nos anos seguintes. Isto mostra que, cada vez mais, as empresas estão obtendo seu financiamento de fontes externas. A terceira coluna nos mostra o endividamento de curto prazo em comparação ao endividamento total (tanto de curto como de longo prazo). Esta série é bastante estável e ao longo desses anos não retratou grandes deturpações. Entre os anos de 1989 e 1993 este percentual atenta para um pequeno aumento no endividamento de curto prazo que não se perpetua nos anos seguintes. Em períodos de altas taxas inflacionárias, há o encurtamento do prazo no mercado de crédito decorrente da instabilidade econômica, desta forma, nos anos de picos inflacionários é comum que haja um aumento da dívida de curto prazo. Este percentual se mantém bem estável em torno de 50% durante todo o período. Ressalta-se ao fato do endividamento de curto prazo permanecer nas mesmas

proporções em termos percentuais, mas os valores brutos provavelmente estão crescendo, certamente de forma a manter esta proporcionalidade.

A última coluna é um índice de rentabilidade das 500 maiores empresas não financeiras coletadas pela FGV. Este índice mostra o quanto representa do patrimônio da empresa o lucro líquido retido naquele ano. Em geral, o lucro se mostra bastante baixo em relação ao patrimônio chegando ao pico de 9,3% no ano de 1989, o que será confirmado pelos dados obtidos neste trabalho. Já os anos de 1990, 1991, 1999 e 2002 apresentaram uma lucratividade negativa em relação ao patrimônio líquido da empresa, em outras palavras, na média, as empresas obtiveram prejuízos nas suas demonstrações financeiras.

Várias são as tentativas para explicar o alto endividamento, muitas delas, o atribuem às altas taxas de juros brasileiras. O cenário brasileiro nestes anos não foi de fartura e sim de escassez de crédito, aumento de inadimplência e baixa liquidez. Em um ambiente cheio de planos instáveis, pouco crédito, flutuações no câmbio, mudanças de moedas e incerteza dos rumos futuros não se poderia esperar “rios de prosperidade”. O baixo crescimento do Produto Interno Bruto consegue traduzir algumas das dificuldades da economia brasileira: a maior variação real do produto, se compararmos o ano com o ano imediatamente anterior, foi de 5,85% em 1994, e em média, o produto interno bruto cresceu apenas 1,88% nos 16 anos da série.

É nesse contexto brasileiro que iremos estudar detalhadamente as contas da Demonstração de Origem e Aplicação de Recursos das companhias abertas listadas em bolsa nos anos de 1987 até 2002.

5.2 ANÁLISE CONTÁBIL

O Quadro a seguir resume o comportamento das origens dos recursos de forma percentual.

QUADRO 5.2 – ORIGENS DE RECURSOS
(% sobre o total de origens)

	RECURSOS GERADOS DAS OPERAÇÕES	Lucro Líquido	Depreciação e amortização	Variações*	Equivalência patrimonial	Venda de ativo fixo	Dividendos Recebidos	Outros	INTEGRALIZAÇÃO DE CAPITAL	RECURSOS DE TERCEIROS	Redução do Realizável de Longo Prazo	Aumento do Exigível de Longo Prazo	Outros Recursos	VARIAÇÃO NEGATIVA DO CAPITAL CIRCULANTE LÍQUIDO
1987	29,3	5,3	18,2	2,0	-1,0	1,7	0,9	2,2	15,2	44,6	13,1	26,1	5,3	16,3
1988	5,6	20,6	14,1	-25,3	-13,1	4,1	2,2	2,9	12,6	39,5	10,8	21,2	7,5	42,4
1989	-50,7	36,6	11,1	-95,8	-13,7	4,1	1,9	5,2	7,6	62,8	36,5	18,6	7,8	80,3
1990	-43,2	-14,3	13,0	-48,7	2,8	1,8	0,5	1,7	4,9	37,8	15,7	15,7	6,4	100,4
1991	-57,1	-18,2	25,4	-70,8	3,7	1,5	0,6	0,6	5,6	64,3	33,2	19,9	11,2	87,2
1992	-77,8	-4,8	21,2	-102,9	5,6	2,9	0,8	-0,7	7,1	37,6	13,9	18,7	5,0	133,1
1993	-69,0	7,6	20,6	-104,4	5,9	-0,2	1,0	0,4	7,1	67,7	3,5	39,1	25,0	94,2
1994	8,3	60,3	29,5	-74,0	-3,3	2,2	0,6	-7,0	8,5	83,2	17,8	34,9	30,4	
1995	41,6	6,6	36,4	0,5	-0,6	5,4	0,6	-7,3	9,4	47,4	9,3	27,1	10,9	1,6
1996	31,8	6,7	14,5	0,4	-0,8	2,4	0,1	8,4	7,0	46,2	5,7	18,7	21,8	15,0
1997	41,6	15,1	17,6	-0,8	-0,6	5,8	0,1	4,5	16,2	42,2	12,9	22,2	7,1	
1998	29,4	8,3	15,8	2,1	-0,4	2,0	0,2	1,5	5,9	55,9	5,8	20,8	29,3	8,9
1999	45,4	4,0	24,1	7,4	-0,4	4,4	0,1	5,8	7,3	40,3	6,1	26,8	7,5	7,0
2000	40,0	11,3	13,8	1,9	7,7	3,3	0,1	1,8	3,1	56,8	5,8	24,0	27,1	
2001	45,0	10,4	18,0	4,2	0,1	3,3	0,1	7,4	1,4	41,6	3,1	21,4	26,7	12,0
2002	41,0	3,5	14,8	8,9	0,3	0,5	0,1	12,8	0,9	42,4	4,2	15,6	22,6	15,7
1987-2002	3,8	9,9	19,3	-31,0	-0,5	2,8	0,6	2,5	7,5	50,6	12,3	23,2	15,7	47,2
1995-2002	39,5	8,2	19,4	3,1	0,7	3,4	0,2	4,4	6,4	46,6	6,6	22,1	19,1	10,0

* Monetárias, cambiais e correções

Fonte: Preparada pelo próprio autor. Dado retirado dos bancos de dados SABE e Economática.

E também, o quadro em valores até 1995 para facilitar a compreensão dos dados:

QUADRO 5.3 – ORIGENS DE RECURSOS
(Valores em moeda da época – milhões)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Origem dos Recursos	856	7.820	126.966	2.692.714	15.739.275	203.514.341	3.651.164	26.141	45.051
Recursos Gerados das Operações	251	435	-64.374	-1.162.244	-8.989.388	-158.334.149	-2.521.073	2.179	18.761
Lucro Líquido	45	1.614	46.437	-384.934	-2.870.977	-9.708.423	277.392	15.759	2.957
Depreciação e amortização	156	1.105	14.151	351.187	4.000.271	43.080.793	750.865	7.714	16.420
Variações*	17	-1.977	-121.679	-1.311.520	-11.138.983	-209.316.932	-3.811.395	-19.342	244
Equivalência patrimonial	-9	-1.025	-17.446	76.388	589.467	11.493.478	216.522	-853	-273
Venda de ativo fixo	15	323	5.229	47.460	240.182	5.968.325	-7.850	569	2.454
Dividendos Recebidos	8	170	2.386	12.558	101.580	1.617.275	38.021	150	255
Outros	19	225	6.549	46.618	89.072	-1.468.666	15.373	-1.817	-3.296
Integralização de Capital	130	987	9.678	132.947	881.027	14.501.916	261.034	2.219	4.217
Recursos de Terceiros	381	3.085	79.744	1.018.351	10.117.459	76.502.301	2.470.356	21.744	21.344
Redução do Realizável de LP	112	844	46.288	423.762	5.227.736	28.248.021	127.442	4.650	4.210
Aumento do Exigível de LP	224	1.654	23.562	422.515	3.133.173	38.104.616	1.428.611	9.136	12.212
Outros Recursos	46	587	9.894	172.074	1.756.550	10.149.665	914.303	7.958	4.922
Var Neg do Capital Circulante Líq	139	3.312	101.918	2.703.659	13.730.178	270.844.273	3.440.847	0	729

*Monetárias, cambiais e correção monetária

Preparado pelo autor. Dados retirados dos bancos de dados SABE e Economática

Origens

As origens de recursos foram divididas em quatro grandes grupos: os Recursos Gerados das Operações, Integralização de Capital, Recursos de Terceiros e a Variação Negativa do Capital Circulante Líquido.

Analisando as origens de recursos, fica claro que, em todos os anos da pesquisa, a grande fonte de obtenção de recursos é proveniente de terceiros. Este dado vai de encontro à teoria da Hierarquização das Fontes de Recursos que enfatiza a utilização dos recursos internos e, como última fonte, as origens externas. Contrariando a teoria, os recursos originários desta fonte estiveram bem acima dos 40%, na maioria dos anos estudados, na participação do total obtido; em alguns anos alcançou uma participação superior a 83% como no ano de 1994. Exceção apenas nos anos de 1988, 1990 e 1992 onde o percentual de participação nas origens totais foi de 39,5%, 37,8% e 37,6%, respectivamente.

QUADRO 5.4 - RECURSOS DE TERCEIROS

(% sobre o total dos recursos de terceiros)

	Redução do Realizável longo prazo	Aumento do Exigível de longo prazo	Outros Recursos
1987	29,4	58,6	12,0
1988	27,4	53,6	19,0
1989	58,0	29,5	12,4
1990	41,6	41,5	16,9
1991	51,7	31,0	17,4
1992	36,9	49,8	13,3
1993	5,1	57,8	37,0
1994	21,4	42,0	36,3
1995	19,7	57,2	23,1
1996	12,3	40,5	47,2
1997	30,6	52,6	16,8
1998	10,4	37,2	52,4
1999	15,1	66,4	18,5
2000	10,2	42,2	47,6
2001	7,4	51,6	64,3
2002	9,9	36,9	53,3

Fonte: Preparada pelo autor. Dados retirados dos Bancos de dados SABE e Economática.

A importância desta informação merece um estudo mais a fundo nesta conta. Abrindo os recursos de terceiros em “Redução do realizável de longo prazo”, “Aumento do Exigível de Longo Prazo” e “outros”, pode-se dizer que o responsável pela grande participação desta fonte é o “Exigível de Longo Prazo”, que inclui novas emissões de endividamento de longo prazo, eventuais negociações dessas emissões e novas adições aos passivos contingentes como aumento de Imposto de Renda ou Contribuição Social sobre o

Lucro Líquido Diferidos. Em 13 dos 16 anos estudados, o aumento do endividamento foi superior a redução do realizável de longo prazo. No ano de 1995, o aumento do endividamento representou 57% dos recursos de terceiros, deixando apenas 20% na redução do realizável de longo prazo e o restante na conta “Outros”. Durante três anos seguidos foi invertida esta tendência deixando a maior participação na redução do realizável de longo prazo, curiosamente isto ocorreu nos anos de picos inflacionários (89, 90 e 91). E no ano de 1992, onde a redução do realizável e o aumento do exigível apresentaram valores próximos, 36,9% e 49,8%, respectivamente, apesar de estar clara a predominância do exigível de longo prazo dentro dos Recursos de Terceiros. A redução do Realizável de longo prazo é causada principalmente pelas transferências de parte dos valores a receber de longo para curto prazo (em razão da proximidade do recebimento) assim como eventuais baixas de depósitos judiciais anteriormente constituídos, recebimentos antecipados ou baixas de valores a receber, etc.

Em todos os anos a “Integralização de Capital” - ou seja, a realização do capital social e contribuições para reservas de capital - se mostrou pouco expressiva, participando sempre com menos de 20% do total das Origens de recursos. O seu valor médio foi de 7,5% sobre o total das origens. Em 2002, esta fonte de recursos chegou mesmo a representar apenas 0,9% do total das origens.

A última fonte de financiamento de recursos, os provenientes das operações, se tornou a mais complexa. Porque nela estão ajustadas contas como variações monetárias e cambiais e de correção monetária. Foi necessário desmembrar esta fonte de recursos para que ficasse claro o efeito da inflação sobre as demonstrações contábeis.

Nos anos de alta inflação¹, como 1989 e 1990, os resultados são atípicos e merecem um enfoque maior, estes anos foram os responsáveis pela abertura das contas acima citadas. Em 1989, como pode ser percebido no quadro 5.3, os Recursos Gerados das Operações, na verdade devem ser considerados uma aplicação de recursos já que foram uma aplicação e não uma fonte de financiamento. (Ver Anexo V com valores brutos)

O resultado de 1988, assim como de outros anos, nas contas de variações e correções monetárias sofre grande influência da correção monetária. Vale ressaltar aqui

¹ Em períodos inflacionários, a DOAR, quando elaborada em valores nominais, perde totalmente sua importância para análise, pois seus saldos são representados por valores em poder aquisitivo diferente.

que, durante o período de 1987 e 1995, foram inúmeros os índices utilizados para corrigir monetariamente os valores. Dentre alguns, podemos citar: ORTN, OTN, BTN, FAP e UFIR.² Pode-se notar que o lucro líquido foi positivo e significativo, mas a correção monetária superou seu resultado, diminuindo o total das origens de recursos das operações.

Nos anos de 1989 e 1990, o mesmo ocorre, porém a influência da correção monetária é tão forte que é capaz de tornar os Recursos Gerados das Operações negativos, ou seja, no caso de analisarmos exatamente como está, o que não é correto, teríamos um ano sem origem de recursos sendo gerados internamente, os recursos Gerados pelas Operações seriam considerados uma aplicação de recursos.

Vale ressaltar que poucas empresas de grande porte em setores intensivo de capital como energia elétrica (Cemig, Cesp e Eletrobrás, Light, Paulista Força e Luz), siderurgia (Acesita, Met. Gerdau, Aços Villares, Aliperti), petróleo (Petrobrás), petroquímica (Braskem), material de transporte (Embraer) e papel e celulose (Aracruz) foram responsáveis por R\$ - 103.373.525 dos R\$ - 121.679.405 milhares de reais desta conta da DOAR no ano de 1989. Estas empresas tiveram ativo permanente maior que patrimônio líquido e assim correção monetária positiva do balanço que evidentemente superou as variações monetárias e cambiais do passivo (menos as variações do ativo). Assim, na DOAR esta correção monetária teve que ser subtraída no cálculo de recursos gerados pelas operações. Isto explica estes altos valores negativos da conta de Variações monetárias / cambiais e correções monetárias.

Em 1990, ressalte-se que o próprio lucro líquido agregado das empresas foi negativo, revelando a péssima situação das empresas de um modo geral. Nos anos que se seguem, 1991, 1992 e 1993 as contas de variações e correções³ continua a exercer um papel fundamental na totalização dos RGO, tornando ainda o resultado abaixo de zero. Este valor negativo nada mais é do que o reflexo da perda do poder de compra da moeda corrente, por isso, quanto maior a inflação, maior é a perda do poder de compra e maior é o ajuste que se faz necessário para que os itens estejam em uma “mesma moeda”.⁴

² ORTN: Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional; OTN: Obrigações do Tesouro Nacional; BTN: Bônus do Tesouro Nacional; FAP: Fator de Atualização Patrimonial e; UFIR: Unidade Fiscal de Referência.

³ Variações monetárias e cambiais representam despesas ou receitas de aplicações financeiras e dívidas onerosas. Correções monetárias patrimoniais constituem o efeito líquido das correções Ativo Permanente e Patrimônio Líquido.

⁴ Entenda-se como mesma moeda o mesmo valor.

Em 1994, no ano de implantação do Real e, como é sabido, de queda inflacionária ainda se tem um valor bastante alto relativo às correções, no entanto, ele não é suficiente para inverter o sinal do resultado final.

Pelo art. 4º da Lei 9.249 / 95 foi revogada a correção monetária⁵ das demonstrações contábeis de que trata a Lei 7.799 de 10 de Setembro de 1989, e o art. 1º da Lei 8.200 de 28 de junho de 1991. Desta forma, ficava vedada desde 1996 a utilização de qualquer método de correção monetária, inclusive para fins societários. Assim, com o fim da correção monetária nos balanços, a conta “Variações monetárias/cambiais/correções” passa a ser menos significativa em comparação aos demais anos, exceto no ano de 1999 em diante, mas neste caso são as desvalorizações cambiais que a influenciam.

Apesar da enorme volatilidade explicada nos anos inflacionários pelo ajuste da correção monetária, podemos notar uma estabilidade a partir de 1995 e até mesmo vislumbrar uma tendência de aumento dos Recursos Gerados das Operações no total das origens, atingindo sua quarta maior participação (41,0%) no ano final da série, 2002.

Alguns anos que saltam aos olhos, exemplos são os anos de 1989 e 1990, justamente aqueles onde o IPCA atingiu 1.973% e 1.621%, respectivamente e, podemos ver através das proporções que a grande responsabilidade é atribuída às variações, basicamente à correção monetária como já foi dito anteriormente.

Durante toda a amostra, os dividendos recebidos não obtiveram uma participação importante dentro das RGO, ficando com parcela “marginal” do total. Por outro lado, a conta de depreciação se mostrou bastante relevante ao longo dos 16 anos.

Aplicações

As aplicações de recursos, comparando com as Origens, são mais numerosas, e ainda assim, esboçam um padrão de comportamento distinto.

As aplicações foram divididas em sete categorias: Distribuição de Dividendos, Aumento do Ativo Imobilizado, Aumento do Ativo Diferido, Aumento do Ativo Investimento, Aumento do Ativo Realizável de longo prazo, Diminuição do Exigível de Longo Prazo, Outras aplicações e a Variação Positiva do Capital Circulante Líquido.

QUADRO 5.5 - APLICAÇÕES
(% das aplicações totais)

	Distribuição Dividendos	Ativo Imobilizado	Ativo Diferido	Ativo Investimento	Ativo Realizável LP	Redução Exigível de LP	Outras	Var Pos CCL*
1987	6,0%	34,4%	3,2%	6,0%	6,0%	36,9%	7,4%	
1988	9,4%	27,8%	3,9%	5,3%	9,1%	21,7%	22,8%	
1989	9,2%	27,4%	12,6%	5,0%	21,0%	19,3%	5,5%	
1990	3,5%	31,0%	30,6%	2,3%	8,1%	18,8%	5,8%	
1991	1,8%	30,2%	27,6%	3,5%	15,5%	17,9%	3,4%	
1992	5,1%	27,3%	2,0%	3,6%	7,0%	14,3%	40,8%	
1993	3,8%	26,0%	25,2%	3,4%	6,8%	17,2%	17,7%	
1994	4,1%	24,0%	7,8%	4,1%	13,2%	17,1%	10,8%	19,0%
1995	7,6%	41,0%	2,3%	4,8%	13,1%	23,8%	7,4%	
1996	3,9%	22,2%	1,3%	4,7%	6,3%	10,3%	51,5%	
1997	8,7%	29,8%	1,2%	10,1%	13,7%	18,5%	14,8%	3,3%
1998	6,7%	28,8%	2,2%	9,4%	6,3%	16,4%	30,2%	
1999	7,4%	33,1%	1,6%	12,2%	7,9%	21,9%	15,8%	
2000	6,3%	15,5%	1,0%	14,1%	15,1%	12,5%	9,9%	25,6%
2001	9,0%	25,3%	1,7%	9,1%	9,8%	19,3%	25,9%	
2002	4,4%	17,5%	0,9%	2,5%	32,0%	14,8%	27,9%	
87-02	6,1%	27,6%	7,8%	6,2%	11,9%	18,7%	18,6%	2,5%
95-02	6,8%	26,7%	1,5%	8,4%	13,0%	17,2%	22,9%	4,9%

Fonte: Preparado pelo autor. Dados retirados dos bancos de dados SABE e Economática.

*Variação Positiva do Capital Circulante Líquido.

Há que se dizer que as aplicações de recursos são mais numerosas e mais regularmente distribuídas que as origens. Nas origens há uma ordem predominante das participações e uma explicação mais simples, enquanto nas aplicações uma ordenação se torna mais complexa.

Os dividendos participam durante todos os anos com um percentual inferior a 10% do total de recursos aplicados. Cabe dizer aqui que quando o estatuto da companhia for omissivo quanto a parcela de lucro de cada exercício que deverá ser distribuída à título de dividendo, o acionista terá direito à metade do lucro ajustado.⁶

A pequena participação dos dividendos no total das aplicações pode ser justificada pela baixa lucratividade das empresas, de um modo geral, no período estudado. Além dos

⁵ A finalidade maior do sistema de correção integral é produzir demonstrações em uma única moeda para todos os itens componentes desta demonstração além de explicitar os efeitos da inflação sobre cada conta.

⁶ Isto é o Lucro Líquido subtraído da parcela de lucros destinada à constituição de reserva legal, subtraído do valor destinado a formação de reserva para contingências, acrescido da reversão da reserva para contingência,

baixos lucros durante os anos analisados, as empresas ainda têm a possibilidade de retê-los com a “promessa” de maior valor futuro da empresa, há casos também onde eles não são propostos simplesmente por escassez de recursos e nestes termos é sempre bom lembrar que o capital de terceiros tem sempre vantagem na fila de recebimento do seu retorno.

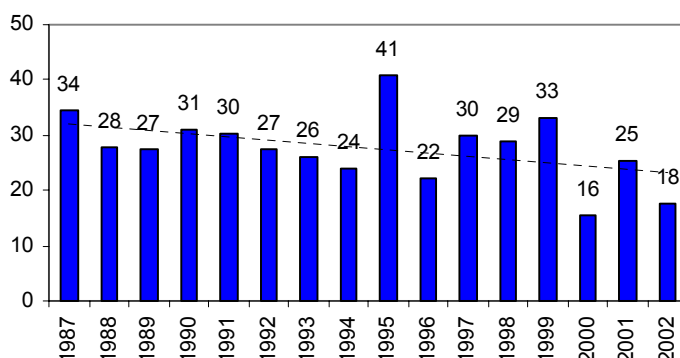
O ativo imobilizado é de particular importância para este trabalho já que nele se encontram contas como Terrenos, Edifícios, Máquinas e Equipamentos, Veículos, Obras em andamento, dentre outros itens que por definição fazem parte da formação bruta de capital fixo presente no PIB nacional (salvo terrenos).

O investimento do ativo imobilizado se mostrou bastante representativo durante todos os anos estudados, sendo responsável por uma parcela significativa da aplicação de recursos. Alcançou seu segundo maior valor no primeiro ano do estudo, 1987, com 34,4% das aplicações, seu auge foi no ano de 1995 com 41,0% do total. Nos anos iniciais ele respondia por volta de 30% das aplicações de recursos, deixando os 70% restantes para serem divididos entre as demais seis contas. A partir de 1991, o ativo imobilizado apresentou uma queda na participação dos recursos aplicados, somente brevemente interrompida pelo ano de 1995 e, daí em diante, apenas descendo de patamar. Sua mais baixa participação se deu em 2000.

Em 1999, o ativo Imobilizado ensaiou uma recuperação na sua participação, superando a casa dos 30%, logo “não confirmada” pelo valor de 2000 (15,5%), o menor da série. De um modo geral, pode se dizer que foi o item mais importante das aplicações de recursos entre os anos de 1987 e 2002, apesar da tendência de queda relativa ao longo de todo o período como pode ser visto no gráfico abaixo. Seu valor inicial de 34,4% se diluiu em meros 17,5% ao fim dos 16 anos, isto representa uma queda brutal de participação. Vale notar que seu menor desempenho foi alcançado em 2000 com apenas 15,5% de participação do total das aplicações.

subtraído do valor transferido para conta reserva de lucro a realizar e adicionado lucros constantes da reserva de lucro a realizar formada em exercícios anteriores e que se realizaram no exercício.

GRÁFICO 5.1 – INVESTIMENTO ATIVO IMOBILIZADO
(% total de aplicações)



Fonte: Preparado pelo autor

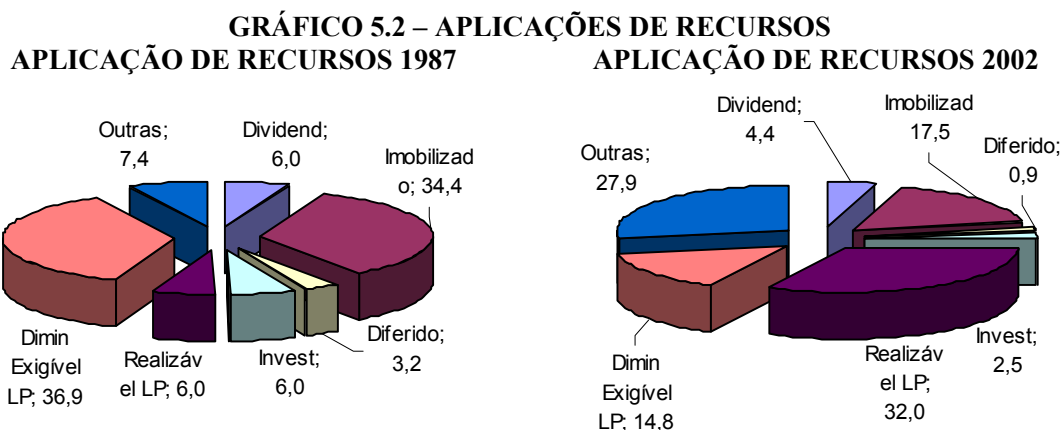
O ativo diferido foi, na maioria dos anos, muito pouco representativo, com uma colaboração média de 7,8% do total⁷. Alto quando a correção cambial de dívida pode ser alocada.

Os investimentos, ou as inversões permanentes em outras sociedades oscilaram bastante durante os anos, mostrando uma tendência de queda até 1993 e, a partir daí, registrando cada vez maiores participações até atingir o auge de 14,1% em 2000. Nos últimos dois anos da amostra houve uma redução drástica, em 2002 alcançou 2,5%. Estes investimentos iniciaram com 6% de colaboração, atingiu seu menor valor, 2,3%, em 1990, seu auge em 2000 (14,1%) e, uma queda brusca no último ano. Um aspecto importante do ativo investimento que tem que ser ressaltado foi a sua elevação a partir de 1997 até 2001, este aumento pode ser explicado parcialmente pelas privatizações e aquisições ocorridas neste período. Pode-se notar que estes tipos de investimentos mudam de patamar a partir das privatizações. Se antes eles representavam não mais do que 5% das aplicações de recursos, a partir de 1997 ele está, em média, em torno de 10%, ou seja, dobrou sua participação entre 1997 e 2001 em relação ao período anterior.

Assim como os investimentos, pode-se dizer que o Ativo Realizável a Longo Prazo apresentou uma enorme variabilidade. Iniciou com uma taxa de participação bastante reduzida, 6%, chegou a ser uma das aplicações de recursos mais utilizada, 21,0% e

⁷ No Brasil o Ativo Diferido permite muita flexibilidade. A empresa pode registrar muitos desses gastos no ativo diferido ou como despesas. Muitos preferem despesa pois é dedutível para fim de Imposto de Renda.

finalizou com grande destaque, ainda como o investimento mais aplicado em 2002, com 32% do total das aplicações.



Fonte: Preparado pelo autor

Diminuição do exigível de longo prazo também merece destaque nesta análise. Ao longo de todos os anos, a preocupação em diminuir o Exigível de Longo Prazo (passando de longo para exigível de curto prazo) esteve presente nos dados. No ano inicial este valor esteve mais acentuado, com quase 37% dos recursos sendo transferidos para o circulante, aumentando o passivo circulante e diminuindo o capital circulante líquido no ano de 1987. Em média, ele participou com 18,7% das aplicações totais.

Nas aplicações não há como distinguir uma que seja principal ao longo dos 16 anos, todas são importantes e suas participações se alteram ao longo dos anos, o que se pode generalizar é a pequena parcela dos dividendos e a alta participação relativa do ativo imobilizado com uma tendência de queda.

5.3 AVALIAÇÃO ANALÍTICA DA DEMONSTRAÇÃO DE ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS

Após esta análise contábil, vale a pena olhar para os dados de uma forma analítica. O quadro a seguir mostra os dados referentes as origens de recursos reorganizados.

QUADRO 5.6 – ORIGENS DE RECURSOS
(% sobre o total de origens – Forma Analítica)

	Auto financiamento	Lucro Retido	Depreciação e amortização	Var monet/ cambias/correção	Equivalência patrimonial	Venda de ativo fixo	Dividendos Recebidos	Outros	Integralização de Capital	Exigível Longo Prazo Líquido	Outros Recursos	Variação do Capital Circulante Líquido
1987	47,3	-1,4	36,9	4,1	-2,0	3,5	1,8	4,5	30,8	-22,0	10,8	33,0
1988	-6,7	19,3	24,3	-43,6	-22,6	7,1	3,7	5,0	21,8	-1,0	12,9	73,0
1989	-170,7	78,0	31,8	-273,2	-39,2	11,7	5,4	14,7	21,7	-2,0	22,2	228,8
1990	-75,3	-28,7	21,0	-78,6	4,6	2,8	0,8	2,8	8,0	-5,0	10,3	162,0
1991	-125,4	-42,7	54,1	-150,5	8,0	3,2	1,4	1,2	11,9	4,2	23,7	185,5
1992	-124,1	-14,7	31,7	-154,0	8,5	4,4	1,2	-1,1	10,7	6,7	7,5	199,3
1993	-96,5	5,0	27,2	-138,3	7,9	-0,3	1,4	0,6	9,5	29,0	33,2	124,8
1994	6,9	92,0	48,3	-121,2	-5,3	3,6	0,9	-11,4	13,9	29,3	49,9	0,0
1987-1994	-68,1	13,4	34,4	-119,4	-5,0	4,5	2,1	2,0	16,0	4,9	21,3	125,8
1995	57,4	-1,8	61,5	0,9	-1,0	9,2	1,0	-12,3	15,8	5,6	18,4	2,7
1996	34,8	3,6	18,1	0,4	-0,9	3,0	0,1	10,5	8,7	10,6	27,2	18,7
1997	54,9	10,7	29,4	-1,4	-1,0	9,6	0,2	7,5	27,1	6,1	11,8	0,0
1998	31,9	2,3	22,2	2,9	-0,6	2,8	0,3	2,1	8,2	6,2	41,2	12,5
1999	58,8	-5,2	37,3	11,4	-0,6	6,8	0,1	8,9	11,3	7,5	11,6	10,8
2000	44,5	6,6	18,3	2,5	10,2	4,4	0,1	2,4	4,2	15,3	36,0	0,0
2001	44,8	1,7	23,4	5,5	0,2	4,2	0,1	9,7	1,9	2,8	34,8	15,7
2002	47,8	-1,2	19,4	11,6	0,4	0,7	0,1	16,8	1,2	1,1	29,5	20,5
1995-2002	46,9	2,1	28,7	4,2	0,8	5,1	0,3	5,7	9,8	6,9	26,3	10,1
1987-2002	-10,6	7,7	31,6	-57,6	-2,1	4,8	1,2	3,9	12,9	5,9	23,8	68,0

Fonte: Preparado pelo autor. Dados retirados dos bancos de dados SABE e Economática

Pode-se ver que no quadro os dados foram colocados de outra forma, ou melhor, os dados do exigível de longo prazo foram agrupados em uma única conta nas origens de recursos de forma a termos o valor líquido da captação de recursos via terceiros. O mesmo foi feito com o realizável de longo prazo, ele foi colocado apenas nas aplicações de recursos de forma líquida. E a terceira modificação foi com o lucro líquido, lhe foi subtraído os dividendos propostos de maneira que se tem o lucro retido. E, os recursos gerados das operações passaram a ser chamados de Autofinanciamento.

Como acabou de ser mencionado, algumas modificações foram feitas. Nas origens de recursos, os Recursos Gerados das Operações foram renomeados de Autofinanciamento e as demais origens são a Integralização de Capital o Exigível de Longo Prazo Líquido, Outros e a Redução do Capital Circulante Líquido nos anos em que ela deve ser considerada uma origem de recursos.

O autofinanciamento se mostrou bastante volátil nos anos de alta inflação. Entre 1988 e 1993 esta origem de recursos foi negativa, em alguns anos explicada pela lucratividade negativa das empresas, mas principalmente pela conta de correções monetárias que, devido ao alto descontrole inflacionário produz resultados bastante distorcidos. Ao olharmos para o autofinanciamento a partir de 1995, fica aparente sua grande contribuição para a origem de recursos, ele entre os anos de 1995 e 2002 colabora com 46,9% das origens totais.

Abrindo o autofinanciamento, a principal conta desta origem de recursos é o lucro retido que nada mais é do que o lucro líquido das empresas subtraído dos dividendos propostos, o lucro que realmente poderá ser utilizado pela empresa para investir. Em todos os anos da série, o lucro retido se mostrou muito baixo ou então negativo. Isto explica porque o autofinanciamento que teoricamente deveria ser a grande fonte de obtenção de recursos das empresas não o é. Nos anos de 1987, 1990, 1991, 1992, 1995, 1999 e 2002, o lucro retido pelas empresas é na verdade um prejuízo. Entre os anos de 1995 e 2002, a média de participação desta origem de recursos no total é de apenas 2,1%.

Visto o lucro retido, que era esperado que fosse a maior fonte de obtenção de recursos gerados das operações, descobriu-se que a depreciação, que é apenas eliminada do cálculo, possui uma participação maior dentro do autofinanciamento. Enquanto o lucro retido colabora com apenas 7,7%, esta origem de recursos representa, em média, 31,6% durante todo o período.

A integralização de capitais respondeu em média, por 13% das origens de recursos. E já o Exigível de longo prazo, que analisado na forma contábil era a grande fonte de obtenção de recursos, quando o colocamos na forma líquida, ou seja, os recursos originados de terceiros menos os recursos utilizados na diminuição do exigível de longo prazo tem-se um resultado bem interessante. Esta fonte de obtenção de recursos se torna bastante baixa, em média, participa com apenas 6% no total das origens de recursos. O grande destaque entre as origens de recursos é sem dúvida a variação negativa do capital circulante líquido, ele colabora, em média, com 68% das origens.

QUADRO 5.7 – APLICAÇÕES DE RECURSOS
(% sobre o total das aplicações – Forma Analítica)

	Aumento do ativo Imobilizado	Aumento do ativo Diferido	Aumento do ativo Investimento	Aumento do ativo realizável LP Líquido	Outras aplicações	Var Pos do Capital Circulante Líquido
1987	78,3	7,4	13,7	-16,2	16,8	
1988	47,9	6,7	9,1	-2,9	39,2	
1989	78,1	36,0	14,2	-44,0	15,7	
1990	49,9	49,4	3,6	-12,4	9,4	
1991	64,2	58,8	7,4	-37,7	7,3	
1992	41,0	2,9	5,4	-10,4	61,1	
1993	34,4	33,4	4,4	4,4	23,4	
1994	39,3	12,7	6,7	-7,6	17,8	31,1
87-94	54,1	25,9	8,1	-15,8	23,8	4,4
1995	69,1	4,0	8,1	6,3	12,5	
1996	27,6	1,6	5,8	0,7	64,2	
1997	49,8	2,0	16,9	1,2	24,7	5,4
1998	40,5	3,0	13,3	0,7	42,5	
1999	51,3	2,5	18,9	2,8	24,5	
2000	20,6	1,3	18,6	12,4	13,1	34,0
2001	36,8	2,4	13,2	9,8	37,7	
2002	22,9	1,2	3,3	36,3	36,4	
95-02	39,8	2,2	12,3	8,8	32,0	4,9
87-02	47,0	14,1	10,2	-3,5	27,9	4,7

Fonte: Preparado pelo autor. Dados trabalhados a partir das bases de dados SABE e Econômica.

Analisando as aplicações de recursos pode-se constatar que o investimento do ativo imobilizado, assim como na análise contábil, tem uma participação bastante significativa dentro das aplicações. Nos anos de 1987 e 1989, ele chega a representar 78% das aplicações; nos anos iniciais até 1994, em média, o ativo imobilizado responde por 54% das aplicações totais. Assim como na análise anterior, ele mostra uma queda de participação finalizando em 2002 com apenas 22%. Se nos anos de 1987 a 1994 sua participação média foi de 54%, entre 1995 e 2002 ela caiu para 39,8%.

O ativo diferido mostrou grande volatilidade e obteve um percentual médio de 14,1%. Ele foi maior no período anterior ao Plano Real 1987 –1994, participando com 25,9% do total, isto se deve ao fato da desvalorização estar incorporada.

O ativo investimento, assim como na análise contábil mostra uma elevação de patamar a partir do ano de 1997, explicada em parte pelas privatizações ocorridas na época. Entre os anos de 1987 e 1994 respondia por 8,1% e, nos anos que vão de 1995 a 2002 respondeu por 12,3%, atingindo o seu auge em 1999 com 18,9%.

O realizável de longo prazo passou a ser analisado de forma líquida, ou seja, o aumento do ativo realizável a longo prazo foi subtraído da redução do realizável a longo prazo que faz parte das origens de recursos. Em valores líquidos se pode notar que em todo período seu valor médio é negativo. Isto mostra que em média, houve uma redução do ativo

realizável de longo prazo causada principalmente pela queda de parte de valores a receber de longo para curto prazo, em razão da proximidade do recebimento. No período de 1987-1994, a média de participação desta aplicação de recursos é de -15,8%, se averiguar o período seguinte, percebe-se que esta média sobe consideravelmente e se torna positiva em 8,8%.

Por fim, o capital circulante líquido pode ser considerado uma aplicação de recursos nos anos de 1994, 1997 e 2000. Vale notar que no ano de 2000 com uma participação considerável nas aplicações, 34%.

5.4 FATOR DE CORREÇÃO DOS BALANÇOS ENTRE 1987 E 1995

Pelo fato da prática da correção monetária integral vigorar até o ano de 1995 para ajuste do balanço, será necessário fazer um ajuste de contas de modo que possamos comparar o Produto Interno Bruto e a Formação Bruta de Capital Fixo com as contas da DOAR. A DOAR, assim como as demais demonstrações até 1995, foi reajustada em moeda do final do ano⁸ enquanto o PIB, metodologicamente, é computado com o valor médio do ano. Neste caso, haverá a necessidade de criar um fator que permita a comparação, ajustando os preços para uma mesma data. Vale lembrar que os valores que serão atualizados pelos fatores serão o do Produto Interno Bruto e o da Formação Bruta de Capital Fixo. O fator tentará ao máximo se aproximar da realidade. Para tanto, foram pesquisadas as instruções normativas da CVM, assim como Decretos-lei ou mesmo Leis, de forma que obtivéssemos os fatores utilizados pelos demonstrativos financeiros em cada um dos anos indicados. Em todos estes anos havia um fator de correção, no entanto eles foram sendo trocados ao longo dos anos. Alguns se extinguiram ou mesmo não eram mais considerados ideais para atualização dos valores nominais, desta forma, a seguir consta uma breve descrição da sequência dos fatores.

A Instrução nº 64 da CVM de março de 1987 estabelece que a correção monetária das demonstrações financeiras deve ser feita tomando por base as Obrigações do Tesouro

⁸ Tudo que se refere as contas dos grupos do Ativo Permanente e Patrimônio Líquido estão em moeda do final do ano. Contudo, o lucro líquido está bem próximo, pois o seu valor exato só seria obtido pelo método da correção Monetária Integral – CMI.

Nacional, OTN, calculada na forma da legislação vigente.⁹ Desta forma, de abril em diante, o cálculo da correção será efetuado com base no valor da OTN fixado para cada mês. Neste trabalho, portanto, teremos os valores corrigidos de acordo com a OTN nos anos de 1987 e 1988.

Em 1989 não será mais utilizada a OTN e sim o BTN. O BTN foi criado pelo art. 5º da Lei 7.777/89 e extinto pelo art. 3º da Lei 8.177/91. Entre outras finalidades, foi utilizado como referencial da correção monetária do balanço no período de 1º.02 a 30.06.89¹⁰. Na verdade o BTN como vigorou até junho de 1989 não deveria ter sido utilizado no ano de 1989 e, em seu lugar a BTN Fiscal, no entanto, pelo fato da BTNF vigorar a partir de julho e, portanto não ter valores anteriores a este mês, o BTN foi escolhido como base para o fator do ano de 1989.

Já em 1990, teremos a BTNF, ou melhor, BTN Fiscal¹¹. Como a BTN F é diária e queremos corrigir o balanço dos últimos 6 meses do ano, foi comparado o valor do último dia do ano, 31/12, com o valor do primeiro dia do mês de julho. Assim, estamos cobrindo os 6 meses de modo a corrigir nossos dados.

O Fator de Atualização Patrimonial - FAP foi instituído pelo Decreto nº 332, de 04.11.91, para fim de correção monetária do Balanço a partir de fevereiro de 1991; de 1º.01.92 em diante, o FAP foi substituído, para esse fim, pela UFIR Diária. A UFIR Diária foi criada pela Lei nº 8.383/91 para finalidades fiscais, entre as quais servir como referencial de indexação de tributos e contribuições federais e também para servir de base de correção monetária do balanço.

Desta forma, o quadro abaixo resume os índices de correção utilizados entre 1987 e 1995:

QUADRO 5.8 – ÍNDICES DE CORREÇÃO MONETÁRIA

1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
OTN	OTN	BTN	BTN F	FAP	UFIR	UFIR	UFIR	INPC

Fonte: <http://www.esccaspar.com.br>

⁹ O "Plano Cruzado" (Decreto-Lei nº 2.284/86) mudou a denominação da Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN) para Obrigação do Tesouro Nacional (OTN) e congelou o valor desta em Cr\$ 106,40, no período de março/86 a fevereiro/87.

¹⁰ Lei nº 7.799/89, art. 30.

Não importa qual seja o fator, ele foi obtido a partir do índice medido em dois pontos de tempo, no mês 12, final do ano, e no mês 06, correspondente ao meio do ano. Desta forma, o fator foi obtido a partir da divisão do índice desses dois momentos no tempo para os anos de 1987 até 1995. Desta forma, o fator servirá para trazer tanto o PIB quanto a FBCF para valores de final do ano. O fator foi adotado desta maneira pelas dificuldades em coletá-los mensalmente.

Os fatores se encontram no quadro abaixo, assim como os valores do PIB e da FBCF atualizados pelos respectivos fatores. Como a partir de 1996 não se pode corrigir monetariamente os balanços, não houve necessidade de ajuste.

QUADRO 5.9 - CORREÇÃO DOS VALORES PELO FATOR

	Fator	PIB nominal	PIB corrigido	FBCF nominal	FBCF corrigida
1987	1,6842	11.103.966	18.701.300	2.466.669	4.154.364
1988	3,5830	80.782.983	289.445.428	18.328.265	65.670.173
1989	5,5008	1.170.387.104	6.438.065.382	288.484.605	1.586.896.115
1990	2,1472	31.759.185.000	68.193.322.032	6.557.976.236	14.081.286.574
1991	2,8210	165.786.498.000	467.683.710.858	30.019.757.815	84.685.736.796
1992	2,8500	1.762.636.611.000	5.023.514.341.350	324.715.611.305	925.439.492.219
1993	3,2103	38.767.064.000	124.453.905.559	7.473.968.255	23.993.680.289
1994	1,1786	349.204.679	411.572.635	72.454.253	85.394.583
1995	1,0960	646.200.000	708.235.200	132.753.432	145.497.761

Fonte: IBGE, www.ecsgaspar.com.br. Preparado pelo autor. Consulta em junho de 2004.

De acordo com o quadro, vemos que o ano de 1989 possui o fator mais elevado, nada menos do que 5,5008, isto quer dizer, o PIB do meio do ano, deve ser multiplicado por mais de 5 vezes para que esteja no valor do final do ano. Esta “anomalia” se justifica devido às altas taxas inflacionárias de cada ano. Como podemos perceber ao longo de todo o trabalho, os anos mais críticos foram os de 1988, 1989 e 1993. Assim sendo, os fatores destes anos serão os mais elevados. Enquanto que nos anos de 1994 e principalmente 1995, pós Plano Real, este fator não é tão significativo. Nos demais anos, ele é relevante como podemos notar pelas diferenças de valores entre o PIB nominal e o PIB corrigido pela inflação.

5.5 COMPORTAMENTO DA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

¹¹ O BTN Fiscal foi criado pela Lei 7.799/89 para servir como referencial de indexação de tributos e contribuições federais e também como referencial da correção monetária do balanço. Foi extinto em 1º.02.91 pela Lei nº 8.177/91, sendo seu último valor fixado em Cr\$ 126,8621.

Segundo Pastore (2004), menores taxas de crescimento estão associadas a menores taxas de investimento como proporção do PIB. Entre os anos de 1974 e 1987, a FBCF flutuava entre 22% e 24% do PIB, porém declinou para o intervalo entre 19% e 20% do PIB de 1990 em diante e, vem caindo ainda mais nos últimos anos.

O mesmo autor, no entanto, expõe que a desaceleração do crescimento do PIB nos últimos anos não pode ser atribuída apenas a queda do investimento, já que seus estudos comprovam que a desaceleração do crescimento do estoque de capital não foi na intensidade necessária para explicar a desaceleração do PIB.

Analizando os dados das empresas de capital aberto registradas para negociação em bolsa de valores (incluindo empresas e bancos) dentre os anos de 1987 e 2002 e, confrontando-os com dados fornecidos pelas contas nacionais, podemos citar algumas observações interessantes. Nota-se que os valores do PIB e da FBCF nos anos de 1987 a 1995 estão em valores do final do ano, de modo a serem comparáveis com os dados obtidos nas DOAR's das companhias selecionadas pelo estudo. A seguir, o quadro com os dados extraídos destas fontes:

QUADRO 5.10 - INVESTIMENTO PELAS COMPANHIAS ABERTAS

	Número de Empresas	Número de Inst. Financ	Aumento Ativo Imobilizado / PIB	Aumento do Ativo Investimento / PIB	Aumento Imobilizado + Aumento Investimento / PIB	Aumento Imobilizado / FBCF	FBCF / PIB
1987	196	0	1,48	0,26	1,73	6,6	22,21
1988	202	0	0,68	0,13	0,82	3,0	22,69
1989	208	0	0,41	0,07	0,49	1,7	24,65
1990	212	0	1,14	0,08	1,22	5,5	20,65
1991	185	5	1,01	0,12	1,12	5,6	18,11
1992	192	5	0,88	0,11	0,99	4,8	18,42
1993	125	6	0,41	0,05	0,46	2,1	19,28
1994	135	3	1,70	0,28	1,98	8,2	20,72
1995	269	8	2,84	0,48	3,32	13,8	20,54
1996	310	9	3,75	0,91	4,65	19,4	19,26
1997	313	10	3,78	1,51	5,29	19,0	19,86
1998	355	9	4,72	1,74	6,46	24,0	19,69
1999	336	10	4,24	1,96	6,20	22,4	18,90
2000	296	9	3,39	3,31	6,70	17,6	19,29
2001	330	19	4,58	2,07	6,65	23,5	19,47
2002	305	18	4,62	0,75	5,37	25,2	18,32

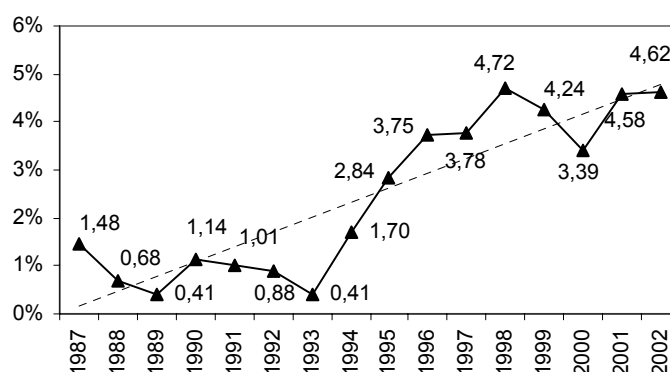
Fonte: Preparado pelo autor

Antes de iniciar a análise propriamente dita, vale a ressalva de que o investimento das companhias abertas inclui investimentos realizados no exterior que não são considerados na FBCF. Apesar desta diferença, o montante de investimentos realizados no exterior não é tão expressivo, pode-se citar como exemplo a Petrobras, uma das empresas

brasileiras que mais investe no exterior, possui planos de investimentos totais nos anos de 2004 a 2010 de US\$ 53,6 bilhões sendo US\$ 46,1 bilhões no país, ou seja, menos de 15% dos recursos são destinados ao exterior. Um outro exemplo de empresa com grande envolvimento externo é a Weg. Ela prevê investimentos em 2004 da ordem de R\$ 149,6 milhões sendo que R\$ 121 milhões no Brasil, 80% do total. Outra diferença entre a FBCF e o investimento das companhias abertas está no fato de compras de terrenos serem considerados como dentro do ativo imobilizado pelas companhias abertas enquanto não faz parte da formação bruta de capital fixo computada pelo PIB.

O investimento em ativo imobilizado que pode ser, de certa forma, comparado a FBCF das contas nacionais, apresentam uma clara tendência de aumento como proporção do PIB ao longo dos 16 anos estudados. Olhando para o Gráfico 5.3, fica mais fácil a visualização deste crescimento.

GRÁFICO 5.3
INVESTIMENTO ATIVO IMOBILIZADO % PIB



Fonte: Preparado pelo autor

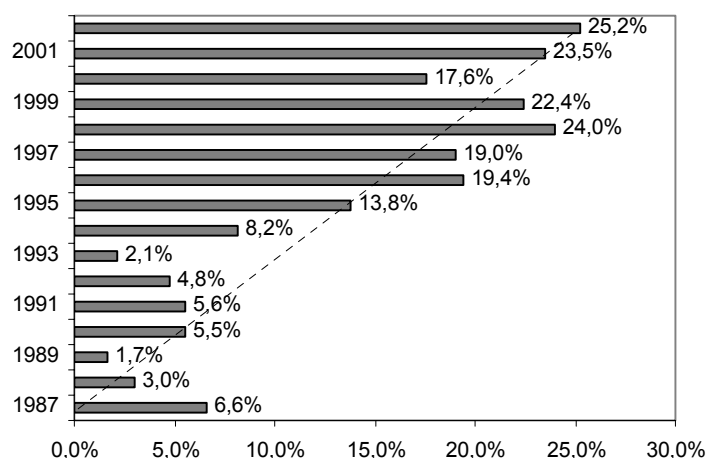
Este dado, se por um lado, parece ir de encontro ao estudo de Pastore (2004), por outro, ele é confirmado pelo Gráfico 5.4, onde temos o investimento em ativo imobilizado como proporção da FBCF. Lembramo-nos que na análise anterior constatou-se que o ativo imobilizado mostrou uma queda na participação dentre as aplicações de recursos das empresas abertas negociadas em bolsa. Neste quadro, podemos ver que o investimento em ativo imobilizado das companhias abertas, cada vez mais, parece ganhar importância dentro do total da formação bruta de capital fixo. Isto nos mostra que as companhias abertas com ações negociadas em bolsa ganham importância dentro dos investidores aqui do Brasil

mesmo com a queda do número de empresas registradas para negociação em Bolsa de Valores. Apesar da FCBF estar sendo reduzida como percentagem do PIB, ela internamente está sofrendo uma mudança nas suas proporções. E também, que apesar do decréscimo da importância do imobilizado dentro das aplicações, ele continua crescendo como proporção da FCBF, que, como constatou Pastore, revela uma tendência de queda ao longo dos anos estudados. Ou seja, mesmo o investimento em ativo imobilizado mostrando uma tendência de diminuição da sua participação dentro das aplicações de recursos, a queda da FCBF como componente do PIB é mais acentuada de modo que o investimento em ativo imobilizado como percentagem da FCBF mostra um crescimento ao longo deste período.

Considerando que a FCBF é contabilizada levando em conta todos os que gastaram renda obtendo bens duráveis ou aumentando sua capacidade de produção, sejam eles privados ou públicos, urbanos ou rurais, se pode constatar que as empresas privadas registradas para negociação estão tomando parcela do lugar de outros investidores, já que sua participação na categoria se elevou de 6,6% para expressivos 25,2% nos anos estudados.

Isto nos mostra que a pesquisa de Pastore (2004) está certa em mostrar a queda do investimento, de forma geral, no país. No entanto, o investimento deste seleto grupo de empresas parece crescer enormemente se comparado a FCBF. Desta forma, estas companhias aumentaram consideravelmente a sua importância como investidoras no país, tanto por mérito próprio como também por queda dos investimentos de demais investidores, há que se dizer que o aumento do número de empresas também contribui para esta elevação.

GRÁFICO 5.4
INVESTIMENTO DO ATIVO IMOBILIZADO / FBCF



Fonte: Preparado pelo autor

Como pode ser visto no gráfico anterior, o aumento no ativo imobilizado apresentou uma tendência inversa àquela confirmada nos estudos de Pastore (2004) que diz respeito a FBCF como um todo.

O mesmo pode ser dito em relação ao aumento no ativo investimento como proporção do PIB, na terceira coluna do Quadro 5.10 o seu crescimento pode ser melhor visualizado. Nota-se uma elevação considerável na sua representatividade. Em 1987, ela equivalia a meros 0,26% do Produto Interno Bruto, em 2000 chegou a alcançar 3,31% e, encerrou o ano de 2002 com um valor de 0,75%, bastante distinto dos valores de 1997 e 2001.

Agregando as estimativas (ativo investimento e ativo imobilizado), pode-se ver no quadro 5.10, a evolução do Ativo Imobilizado e do Ativo Investimento em conjunto. Não poderia ser muito diferente da análise desagregada já que o crescimento de ambos como uma percentagem do PIB foi notável. O somatório de ambos foi de 1,73% do produto interno no 1º ano da série, e finalizou em 5,37%, ou seja, triplicou.

Dois aspectos devem ser enfatizados a respeito dos dados mostrados: o primeiro diz respeito ao aumento do investimento das companhias estudadas como proporção do PIB. Isto nos revela que a inflação é um grande obstáculo ao investimento, já que nos anos de taxas inflacionárias mais altas, o investimento das companhias abertas (ativo imobilizado e investimento) foi bastante reduzido, e podemos notar o salto dado no ano de 1995, onde a estabilidade econômica (leia-se inflacionária) começa a dar sinais de permanência na

economia brasileira. Considerando tanto o ativo imobilizado quanto o investimento, estas contas, que em 1994 representavam juntas 1,98% do PIB, pularam para 3,32% no ano de 1995 chegando a atingir 6,70% do produto interno bruto no ano de 2000.

E o outro aspecto que também merece destaque é o aumento da participação das companhias abertas como investidoras no Brasil. Pelos dados do Imobilizado / FBCF podemos ver que o investimento privado vem apresentando um crescimento notável, aumentando sua participação no total da FBCF. Isto mostra que outras fontes de investimento estão perdendo lugar.

Uma explicação plausível advém do fato das companhias abertas terem uma maior facilidade de obtenção de crédito e financiamento que outras. Desta forma, elas aumentaram sua participação no total. As taxas de juros altas e a falta de crédito no mercado brasileiro tornam o investimento muitas vezes inviável. O custo do crédito inviabiliza grande parte dos projetos produtivos brasileiros e, dessa forma, as pequenas e médias empresas não têm condições de investir como desejariam.

Outro ponto a ser citado é a reduzida capacidade do setor público em investir. Nos últimos anos, o governo vem se comprometendo com um esforço fiscal, visando cumprir as metas de superávit primário e, tendo uma carga tributária no limite para a sociedade.

Segundo Velloso (2004), os investimentos do setor público caíram quase pela metade na última década, indo de 3,7% do PIB em 1990 para 1,9% do PIB em 1999. As receitas de arrecadação batem recordes, enquanto que os investimentos foram substituídos por despesas como benefícios assistenciais ou subsidiados (como a aposentadoria rural, aposentadoria por idade, renda mensal vitalícia). A partir de 1988, um número substancial de benefícios foi criado sem fonte de financiamento e, além disso, depois dos anos 1990 aumentaram as despesas do tipo “programa de renda mínima” como o seguro desemprego, bolsa escola, benefícios para deficientes etc.

Desta maneira, fica claro como o governo diminuiu durante estes anos sua capacidade de investir, assim como as pequenas e médias empresas oneradas com o alto custo de capital e a elevação constante da carga tributária. Segundo Velloso (2004), a queda persistente da poupança pública estaria levando ao esgotamento dos investimentos públicos, ele ainda acrescenta que as administrações públicas se tornaram despoupadoras líquidas no final dos anos oitenta.

Há que se dizer que as empresas que tem ações negociadas no mercado de capitais têm mostrado avanços significativos que contribuem para sua maior participação nos investimentos totais, mas isto é mais um dos fatores que explica o salto de 6,6% para 25,2% do ativo imobilizado na FBCF, os demais fatores como a pequena capacidade de investir das demais categorias também devem ser levados em conta.