

# O DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS COMPANHIAS ABERTAS ENTRE 2002-2007 E NO ANO DE 2008

**Júlio Gomes de Almeida**

**Claudio Jacob**

**Luis Fernando Novais**

O objetivo desta nota é pesquisar o comportamento dos indicadores econômico-financeiros das grandes empresas de capital aberto, entre 2002 e 2008. Essas corporações respondem por uma fatia considerável do investimento produtivo e do emprego de melhor qualidade; além disso, suas atividades geram importantes encadeamentos no tecido industrial do país. Caso ocorram eventuais dificuldades nessas companhias, uma parcela maior do setor privado pode ser atingida. Neste sentido, é relevante avaliar os impactos da política econômica — juros e câmbio — sobre os seus resultados, especialmente a evolução da rentabilidade e das estruturas ativa e passiva, analisando suas reações. Particularmente, nos momentos de crise, o comportamento desse conjunto de firmas também pode afetar indiretamente a gestão da política econômica.

A metodologia de levantamento das informações do conjunto de empresas do estudo e dos indicadores utilizados está compilada na próxima seção. A seção seguinte mostra o contexto macroeconômico e do mercado de capitais que condicionou os resultados das empresas. A análise das principais tendências dos indicadores econômico-financeiros para o período 2002 a 2007 está elaborada na terceira seção. Por fim, as informações contábeis de um conjunto de empresas com dados para os anos de 2007 e 2008 estão tabuladas e são analisadas na última seção.

## COMPOSIÇÃO DO CONJUNTO DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO E METODOLOGIA DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

O estudo utiliza como principal fonte de dados os Balanços Patrimoniais e as Demonstrações Financeiras de um conjunto de empresas de capital aberto, no Brasil. Essas informações são auditadas confor-

me as regras da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Cabe observar que as empresas que compõem o levantamento podem ser consideradas de grande porte. Foram compiladas 181 companhias abertas com informações disponíveis para todos os anos do período (2002-2007), das quais 125 são do setor Indústria, 10 do Comércio e 46 de Serviços (ver composição setorial, elencada na Tabela A dos Anexos).

Na elaboração dos indicadores econômico-financeiros para o ano de 2008, optou-se em levantar um novo conjunto de empresas de capital aberto que possibilitasse a comparação com 2007. O objetivo foi aumentar o número de empresas pesquisadas. O levantamento, assim definido, envolveu 239 companhias abertas com informações disponíveis para o período mencionado, das quais 149 são do setor Indústria, 13 do Comércio e 77 de Serviços. Isso significou um aumento de 59 empresas em relação ao conjunto estudado para o período 2002-2007 (ver composição setorial, na Tabela B dos Anexos; e lista de empresas, no Anexo 2)<sup>1</sup>.

Nos dois conjuntos, as empresas pesquisadas foram classificadas em segmentos econômicos com base em seus respectivos setores e foram agrupadas nas categorias *tradables* e *non tradables* — isto é, se são produtoras de bens comercializáveis ou não comercializáveis (ver composição dos setores na Tabela C dos Anexos). Para o primeiro conjunto de companhias, referente ao período 2002-2007, o número de empresas classificadas foi de 114 na categoria comercializáveis e de 67 na categoria de não comercializáveis; no segundo conjunto, o número de companhias classificadas nas duas categorias foi de, respectivamente, 114 e 125 empresas.

Além dessas agregações, foram elaboradas mais duas classificações — indústria sem Petrobras e Serviços sem energia elétrica —, com o intuito de separar a influência do porte dessas empresas na análise dos macrossetores da indústria e dos serviços.

Os grupos econômicos são tratados pela empresa consolidadora das informações; portanto, as controladas foram eliminadas da amostra para evitar a dupla contagem.

Os indicadores selecionados têm o propósito de verificar: (i) a estrutura de capitais; (ii) a situação financeira; (iii) o desempenho em termos de rentabilidade por segmento. Os indicadores selecionados foram:

- 1. Estrutura de Capitais:** indica como os ativos são financiados, considerando: (i) Recursos Próprios (Patrimônio Líquido e Participações Minoritárias); (ii) Recursos de Terceiros Onerosos (bancos e outros títulos de dívida cuja remuneração esteja contratada como debêntures); e (iii) Outras Fontes (fornecedores, encargos sociais e fiscais a pagar e outros);
- 2. Liquidez Corrente:** indica a capacidade de solvência da empresa no curto prazo; é a razão entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante;
- 3. Relação entre o Capital de Terceiros e o Capital Próprio:** estabelece uma relação em percentual entre quanto de Capital de Terceiros existe para cada unidade de Capital Próprio;
- 4. Relação entre o Endividamento Oneroso Líquido e os Recursos Próprios:** é formado pelos empréstimos e financiamentos e as debêntures menos as disponibilidades e as aplicações financeiras sobre o volume de Recursos Próprios;
- 5. Participação dos Empréstimos de Curto Prazo no Total de Empréstimos:** o propósito é demonstrar o grau de vulnerabilidade do passivo oneroso da base de empresas; quanto maior for esse indicador, maior será a fragilidade do passivo oneroso;

<sup>1</sup> Este trabalho é uma síntese da pesquisa sobre o desempenho das empresas não financeiras no Brasil, elaborada pelo Grupo de Conjuntura da Fundap e coordenada pelo economista Júlio Gomes de Almeida (FUNDAP, 2008a e 2008b).

6. **Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido:** relaciona o lucro líquido e o PL;
7. **Ebitda sobre a Receita Líquida:** Ebitda refere-se ao lucro antes do imposto de renda, juros, depreciação e amortização;
8. **Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida:** lucro da atividade é o resultado operacional sem as despesas financeiras líquidas; o propósito desse indicador é retratar a lucratividade pura do negócio.

## O CONTEXTO MACROECONÔMICO ENTRE 2002 E 2007

Para o desempenho das empresas, a magnitude e a orientação do crescimento econômico nos últimos anos tiveram impactos relevantes. O crescimento “voltado para dentro”, dado o expressivo dinamismo do mercado consumidor, tendeu genericamente a beneficiar os segmentos empresariais de bens não comercializáveis. Os indicadores macroeconômicos (Tabela 1) mostram aceleração do crescimento do PIB entre 2006 e 2007 e manutenção da inflação medida pelo IPCA dentro da meta preestabelecida pelo governo, apesar do crescimento em 2007<sup>2</sup>.

As taxas de juros básicas, que apesar de apresentarem um movimento não tão uniforme quanto os demais indicadores, têm demonstrado forte tendência de queda. Nesse contexto, a demanda interna, em 2007, contribuiu com 6,9 pontos percentuais da taxa global de expansão do PIB; a demanda externa passou a contribuir negativamente (-1,5 pontos percentuais), neste mesmo período, devido ao incremento das importações acima do patamar das exportações. Esse dinamismo econômico, produzido em grande parte em função da extraordinária evolução do crédito, impulsionou os negócios e gerou resultados positivos nos indicadores econômico-financeiros das empresas.

**TABELA 1. INDICADORES MACROECONÔMICOS**

INDICADORES MACROECONÔMICOS – 2002-2007						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crescimento do PIB	2,7%	1,1%	5,7%	2,9%	3,7%	5,4%
IGP-M	25,3%	8,7%	12,4%	1,2%	3,8%	7,75%
IPCA	12,5%	9,0%	7,4%	5,6%	3,1%	4,46%
CDI (Certificado de Depósito Interbancário)*	19,0%	23,2%	16,2%	19,0%	15,2%	11,92%
TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo)*	9,9%	11,5%	9,8%	9,7%	7,8%	6,38%

Fontes: Banco Central, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Fundação Getúlio Vargas.

Nota: \*Taxa média no ano

O ganho de participação e a maior expansão das operações de crédito com recursos livres, que em 2007 alcançou o montante de R\$ 661 bilhões de reais (32,8% de crescimento em relação a 2006; Tabela 2), indicaram a disposição dos bancos em prover uma oferta de crédito mais elástica às pessoas físicas. Os empréstimos com recursos direcionados, cujas taxas são determinadas pelo Conselho Monetário Nacional e cujo *funding* são os recursos de poupança compulsória (FAT e FGTS), apresentaram um desempenho inferior (expansão de 17% em 2007). Os financiamentos do BNDES atingiram o valor de R\$ 160 bilhões de reais neste período e deram sustentação ao investimento produtivo do setor privado.

2 Para um detalhamento do desempenho da economia brasileira pré e pós-crise global, ver Novais (2009), neste volume.

De forma geral, a demanda por crédito cresceu ao longo dos anos, e as taxas de juros, mesmo que ainda elevadas, apresentaram tendência de queda, especialmente em 2007. Nota-se, também, aumento nos prazos dos financiamentos concedidos as pessoas físicas e jurídicas.

**TABELA 2. OPERAÇÕES DE CRÉDITO NO BRASIL EM MILHÕES DE REAIS E COMPOSIÇÃO**

<b>OPERAÇÕES DE CRÉDITO, EM MILHÕES DE REAIS</b>								
	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006*	2007	Var. 2007/2006
Recursos Livres	240.209	255.642	317.917	403.707	498.331	20,01%	661.599	32,76%
Recursos Direcionados	144.187	162.617	182.005	203.316	234.258	12,90%	274.369	17,12%
BNDES	93.430	100.187	110.013	124.100	138.984	10,44%	159.974	15,10%
Total	384.396	418.259	499.922	607.023	732.589	17,50%	935.968	27,76%
Recursos Livres	62,49%	61,12%	63,59%	66,51%	68,02%		70,69%	
Recursos Direcionados	37,51%	38,88%	36,41%	33,49%	31,98%		37,45%	
BNDES	24,31%	23,95%	22,01%	20,44%	18,97%		21,84%	

Fonte: Banco Central do Brasil.

Nota: (\*) Crescimento anual médio ponderado.

Outro fator que influenciou os resultados das empresas não financeiras foi o movimento de valorização cambial ocorrido após 2003. Em 2002, houve uma forte desvalorização do real (de 53,2% na variação de final de período e de 24,6% na variação média do período), seguida de sucessivas valorizações em todos os anos seguintes, consequência da redução do risco do país e da melhoria da balança de pagamentos (Tabela 3). Em 2007, este quadro se aprofundou e impôs as empresas de setores de bens comercializáveis perdas, seja porque o dólar mais fraco reduziu os valores em reais das vendas dos exportadores impondo menores lucros, seja pela maior concorrência das importações no mercado interno. Outro efeito, agora positivo, da taxa de câmbio apreciada foi a redução do custo da dívida em moeda estrangeira, que ajudou a diminuir contabilmente o fluxo de despesa financeira e aumentou o lucro do exercício.

**TABELA 3. EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO<sup>1</sup> — UNIDADE U\$ POR R\$**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Início	2,31	3,52	2,89	2,67	2,34	2,13
Final	3,53	2,89	2,65	2,34	2,14	1,77
Médio	2,93	3,07	2,93	2,43	2,18	1,95
Variação (final de período)	52,3%	-18,2%	-8,1%	-11,8%	-8,7%	-17,2%
Variação (média de período)	24,6%	4,8%	-4,7%	-16,8%	-10,6%	-10,5%

Fonte: Banco Central do Brasil.

Nota: (1) Taxa de câmbio — Livre — Dólar americano (compra).

Portanto, em 2007, dados o aumento da concorrência e a menor lucratividade da atividade exportadora, muitas empresas operantes no país foram afetadas por uma taxa de câmbio mais valorizada. Todavia, pelo menos três fatores compensaram esses impactos adversos. O primeiro deles foi o próprio crescimento intenso do mercado interno. Os segmentos industriais com maior concorrência da importação conseguiram, neste contexto, obter escala suficiente para gerar vendas com custos de produção

decrecentes. Fato este que “acomodou” os efeitos da maior competitividade que a valorização cambial conferiu aos bens importados.

O segundo fator, relacionado à atividade exportadora, tem a ver com os preços internacionais, cujos níveis muito favoráveis, especialmente das *commodities* metálicas e do petróleo e, em menor escala, dos produtos manufaturados, reduziram as perdas ou até compensaram os efeitos do câmbio sobre as vendas e a lucratividade de empresas exportadoras.

O terceiro fator foi o incentivo às empresas exportadoras realizarem operações de arbitragem financeira com antecipação de contratos de câmbio e operações de *hedge* alavancadas. Essa oportunidade de ganhos financeiros deveu-se à elevada apreciação da taxa de câmbio do real em relação ao dólar norte-americano e à vigência de taxas de juros interna ainda muito altas no país. No plano microeconômico, isso significou, para as grandes empresas exportadoras (com grande presença nos grupamentos Indústria com ou sem Petrobras e produtoras de bens comercializáveis), uma compensação pelo menor resultado em reais da atividade exportadora.

As estratégias de financiamento das empresas foram ao mesmo tempo protagonistas e influenciadas pelas mudanças ocorridas no cenário financeiro brasileiro com o renascimento do mercado de capitais, cujo dinamismo intensificou-se a partir de 2006. Esse mercado, como fonte de financiamento para as empresas brasileiras, estava inerte há mais de 20 anos, com poucas aberturas de capital e de ofertas de companhias já listadas. A partir de 2004, iniciou-se uma trajetória de crescimento espetacular, com sete aberturas de capital em 2004, nove em 2005, 26 em 2006 e 64 em 2007, colocando o país entre os mercados de capitais mais dinâmicos do mundo (Tabela 4).

**TABELA 4. NÚMERO DE OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES E RECURSOS CAPTADOS (EM R\$ BILHÕES)**

<b>Ofertas Públicas de Ações e Certificados de Depósito em Ações</b>						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de Aberturas de Capital	1	0	7	9	26	64
Número de Ofertas Públicas*	5	6	15	19	42	76
<b>Recursos Captados (em bilhões de reais)</b>						
Aberturas de Capital	0,3	0	4,5	5,4	11,3	55,5
Ofertas de Companhias Listadas	5,8	2,7	4,3	8,5	19,1	14,5
Total	6,1	2,7	8,8	13,9	30,4	70,0

Fonte: Bovespa. Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap.

Nota: (\*) Considera as ofertas públicas iniciais, ou aberturas de capital, e as de companhias já listadas.

Em 2006, os recursos captados pelas companhias que ingressaram no mercado de capitais somados aos captados pelas já negociadas em bolsa alcançaram mais de R\$ 30 bilhões (R\$ 13,9 bilhões em 2005) em operações primárias e secundárias, isto é, captação de recursos para a companhia e venda de ações dos antigos sócios. Já em 2007, o valor chegou a R\$ 70 bilhões. Grande parte das subscrições das ofertas (dois terços em média) foi realizada por investidores institucionais estrangeiros.

Esse movimento do mercado de capitais brasileiro apresenta algumas características que merecem destaque:

- I. a estréia ou o ressurgimento, em bolsa de valores, de segmentos econômicos como: Agro-negócio, Saúde, Concessões Rodoviárias, Cosméticos, Exploração de Imóveis, Construção e

- Incorporação Imobiliária, Tecnologia da Informação, Companhias de Seguros, Bancos de Pequeno e Médio Porte, dentre outros;
- II. o ingresso de empresas com emissões de ações já existentes, isto é, ofertas secundárias, sem captação de recursos para as empresas, como foi o caso da Natura, Grendene, Nossa Caixa, Copasa e muitas outras empresas que fizeram ofertas mistas, dando saída para sócios e captando recursos para investimentos;
  - III. o desenvolvimento de um centro de liquidez regional no país, pois grandes ofertas de ações que anteriormente necessariamente deveriam ser listadas em um centro financeiro mais maduro, como Nova Iorque, foram listadas somente no Brasil, como é o caso da Redecard, cuja oferta superou R\$ 4,5 bilhões, da BM&F, que ultrapassou R\$ 5,7 bilhões, e da Bovespa, que chegou a R\$ 6,6 bilhões;
  - IV. o fortalecimento e a dinamização da indústria de *private equity* no Brasil, uma vez que esses investidores financeiros puderam realizar a saída de seus investimentos por meio de ofertas públicas de ações, estimulando a realização posterior de novos investimentos em companhias de capital fechado com vistas a futuras ofertas. São exemplos dessa modalidade as empresas: Diagnósticos da América (Dasa), Odontoprev, Totvs Sistemas de Gestão, Datasul Sistemas de Gestão, Localiza, Submarino e Lupatech; e
  - V. o ingresso de empresas ainda em fase de projetos de investimentos, isto é, sem atividade operacional, e que praticamente foram constituídas com os recursos captados por meio da oferta pública, como Brasilagro e MMX Mineração.

Em suma, o maior crescimento econômico, sua sustentação no mercado interno, o expressivo incentivo dos setores de bens não comercializáveis, a prática de estratégias empresariais de defesa contra a valorização cambial, o mercado externo favorável aos preços de exportação e a maior utilização do mercado de capitais como fonte de financiamento são fatores que devem servir de referência na análise de um período que se revelou muito favorável em termos de faturamento e lucro para as grandes empresas brasileiras.

## **EVOLUÇÃO DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS DAS GRANDES EMPRESAS, ENTRE 2002 E 2007**

O quadro geral das grandes empresas entre 2002 e 2007 foi de forte recuperação após os momentos de crise entre 2001 e 2002. A dimensão e a importância da evolução dos resultados básicos das empresas podem ser observadas pelo volume financeiro e pela tendência das seguintes contas<sup>3</sup>:

- a Receita Líquida passou de R\$ 326 bilhões para R\$ 712,8 bilhões, entre 2002 e 2007, com um crescimento médio anual de 17%<sup>4</sup>. Isso significou que, em 2007, a Receita Líquida desse conjunto de grandes empresas atingiu 27% do PIB. Em 2002, a relação havia sido de 22%. Apesar de essa proporção estar um pouco superestimada, uma vez que a receita de uma empresa pode ser a venda de outra, nota-se que aumentou, no período, a presença dessas companhias na economia brasileira (ver Tabela 5);

3 Para uma análise da evolução dos indicadores econômico-financeiros das empresas de capital aberto no Brasil em um período anterior (1995-2001) ver Jacob (2003).

4 As informações contábeis levantadas no trabalho não foram deflacionadas, ou seja, as taxas de crescimento mencionadas são em termos nominais. A aplicação de um índice geral de preços como deflator nos dados setoriais não apresenta significado econômico relevante e as tendências não se alteram.

- o Lucro Líquido apresentou um crescimento ainda maior, da ordem de 22% ao ano entre 2003 e 2007 (o ano de 2002 não foi considerado porque alguns setores, especialmente as empresas de energia elétrica, apresentaram prejuízo naquele ano). Em 2007, o Lucro Líquido gerado atingiu o volume de R\$ 87,6 bilhões (3,3% do PIB, ver Tabela 6);
- o Ebitda (lucro antes do imposto de renda, juros, depreciação e amortização) apresentou crescimento semelhante ao da Receita Líquida (19%), de R\$ 80,5 bilhões em 2002, para R\$ 188 bilhões em 2007 (7,2% do PIB, ver Tabela 7);
- a Despesa Financeira Líquida teve forte redução ao longo o período: os efeitos da valorização cambial incidente sobre o estoque da dívida em moeda estrangeira a partir de 2003, aliada à melhoria do desempenho das empresas e o conseqüente aumento da disponibilidade de recursos para aplicações, além da própria redução das taxas de juros dos financiamentos, fizeram com que os dispêndios caíssem de um patamar de R\$ 38,7 bilhões de reais, em 2002, para a faixa de R\$ 8,1 bilhões em 2007. Isso representou uma retração anual de 32,7% (ver Tabela 8);
- a Rentabilidade sobre o Patrimônio (Lucro Líquido/Patrimônio Líquido) apresentou expressiva melhora no processo de recuperação das grandes empresas de capital aberto. Entre 2002 e 2006, esta taxa passou de 0,56% para 15,74%, tendo alcançado 17,56% em 2005 e fechado o ano de 2007 em 16,05% (ver Tabela 9);
- os Ativos Totais cresceram 11% a.a. no período e passaram de R\$ 700 bilhões em 2002 para R\$ 1,2 trilhão em 2007. Por trás dessa expansão, nota-se uma trajetória ascendente dos Investimentos Societários, que aumentaram 23% a.a., reflexo em parte do dinamismo do mercado de capitais. Além disso, o ciclo de investimento da economia brasileira após 2005 resultou no incremento do Imobilizado das grandes empresas, cuja alta ao ano foi da ordem de 10% a.a. (ver Tabelas 10, 11 e 12);
- a maior retenção dos lucros e o aumento do capital fizeram com que o Patrimônio Líquido — ou seja, os recursos próprios — tivessem aumento expressivo para o conjunto das empresas, da ordem de 15% ao ano entre 2002 e 2007 (ver Tabela 13);
- o esforço do crescimento não resultou em maior endividamento. O indicador de utilização de recursos de terceiros sobre o capital próprio caiu de forma expressiva: de uma faixa de 1,74 em 2002 para o patamar de 1,22 em 2007 para o conjunto das empresas (ver Tabela 14). O perfil do endividamento apresentou melhora, uma vez que houve alongamento de prazos adequando o financiamento à natureza de investimentos de médio e longo prazos. O endividamento total cresceu 3% ao ano no período, sendo que a dívida de longo prazo aumentou 5% e o financiamento de curto prazo caiu 5% em média por ano, no período (ver Tabelas 15, 16 e 17).

## Rentabilidade

A Indústria apresentou a maior taxa de crescimento da Receita Líquida ao longo do período (20% ao ano), o que significou um salto de R\$ 195,4 bilhões para R\$ 476,5 bilhões, entre 2002 e 2007. O cenário de preços das *commodities* em ascensão no mercado mundial e a economia aquecida abriram espaço para que a indústria ampliasse a utilização da capacidade instalada e aumentasse a escala de produção

e o investimento produtivo, mesmo com a valorização do real, que impôs uma concorrência mais apertada de importados no mercado doméstico. O subconjunto da indústria sem Petrobras manteve uma expansão anual da receita líquida de 19% praticamente equivalente ao desempenho do total da indústria. Em 2007, o Lucro Líquido do conjunto das empresas industriais alcançou o volume de 64,1 bilhões de reais. Nota-se que a rentabilidade cresceu 19 % ao ano entre 2003 e 2007, exprimindo a melhoria significativa da capacidade de gerar recursos das grandes empresas industriais (ver Tabela 5 e 6).

**TABELA 5. EVOLUÇÃO DA RECEITA LÍQUIDA EM R\$ BILHÕES — 2002/2007**

Receita Líquida							
Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002-2007*
TOTAL	326,8	405,0	485,0	550,6	614,9	712,8	17%
SERVIÇOS	114,5	133,7	153,1	168,8	190,2	203,7	12%
Serviços sem Energia	55,7	65,9	76,0	83,8	100,7	111,1	15%
INDÚSTRIA	195,4	251,9	309,2	356,6	396,7	476,5	20%
Indústria sem Petrobras	126,2	156,1	201,0	220,0	238,4	306,0	19%
COMÉRCIO	16,9	19,5	22,8	25,2	28,0	32,5	14%
Comercializáveis	193,4	250,0	306,9	353,4	392,6	471,0	19%
Não Comercializáveis	133,3	155,1	178,1	197,2	222,3	241,8	13%

Fonte: Demonstração de Resultados.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

**TABELA 6. EVOLUÇÃO DO LUCRO LÍQUIDO EM R\$ BILHÕES — 2002/2007**

Lucro Líquido							
Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002-2007*
TOTAL	1,3	39,0	52,6	66,8	72,9	87,6	22%
SERVIÇOS	(13,4)	6,2	9,8	14,8	16,3	22,3	38%
Serviços sem Energia	(3,4)	2,9	4,7	6,3	7,6	9,6	35%
INDÚSTRIA	14,2	32,2	41,9	50,9	55,6	64,1	19%
Indústria sem Petrobras	6,1	14,4	24,1	27,2	29,7	42,6	31%
COMÉRCIO	0,5	0,6	0,9	1,0	0,9	1,2	18%
Comercializáveis	13,5	34,0	42,3	50,7	55,4	63,3	17%
Não Comercializáveis	(12,3)	5,0	10,3	16,0	17,5	24,3	48%

Fonte: Demonstração de Resultados.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

O menor crescimento da Receita Líquida foi no setor de Serviços, com média anual de 12%, e dos Serviços sem Energia, com 15%, entre 2002 e 2007; porém, os mesmos setores foram os que mais cresceram em Lucro Líquido entre 2003 e 2007, com média anual de 38% e 35%, respectivamente. Essas taxas mais elevadas ocorreram, além da maior geração de lucro, em função de uma base de comparação baixa no início do período no segmento de serviços. O Comércio apresentou crescimento de 14% a.a. na Receita Líquida entre 2002 e 2007 e de 18% a.a. no Lucro Líquido entre 2003 e 2007.

Em relação às companhias mais direcionadas ao mercado exterior, chamadas de “comercializáveis”, nota-se que, a despeito da perda de competitividade devido ao câmbio, o espetacular crescimento do mercado mundial compensou a valorização do real e fez com que esse conjunto de empresas apresen-

tasse um incremento da Receita Líquida acima do subconjunto mais voltado ao mercado interno (produtoras de bens não comercializáveis), diferença da ordem de seis pontos percentuais (19% contra 13%). O excepcional crescimento das vendas da Vale do Rio Doce e da Petrobras explicaram 54% da expansão da Receita Líquida do conjunto de empresas classificadas como comercializáveis entre 2002 e 2007. Neste contexto, o Ebitda (lucro operacional) do conjunto de comercializáveis cresceu 22% ao ano, enquanto que as empresas de bens não comercializáveis essa expansão foi menor (14% a.a., ver Tabela 7).

Em relação à evolução do Lucro Líquido, o desempenho das empresas classificadas como não comercializáveis foi superior *vis-à-vis* o comportamento do conjunto de comercializáveis, com crescimento de 48% a.a., entre 2003 e 2007, o que demonstra a recuperação dos setores direcionados para o consumo interno, comparada à expansão de 17% a.a. do segundo grupo. O efeito da forte valorização cambial ocorrida no período deve ser levado em conta como um dos fatores que explicam essa diferença, além do fortalecimento do consumo doméstico.

A taxa de câmbio do real em relação ao dólar norte-americano apresentou sucessivas quedas o que, juntamente com a vigência de taxas de juros internas ainda muito elevadas, favoreceu a arbitragem financeira por parte dos exportadores que, para isso, realizaram antecipação de contratos de câmbio. Isso ampliou ainda mais a tendência de valorização do real, mas, no plano microeconômico referente ao grupo de grandes empresas exportadoras (com grande presença nos grupamentos Indústria com ou sem Petrobras e produtoras de bens comercializáveis), representou uma compensação pelo menor resultado em reais da atividade exportadora, o que em parte propiciou o crescimento do lucro líquido das empresas exportadoras, embora abaixo da expansão observada nas companhias mais voltadas para o mercado interno. Todavia, em termos absolutos, o acréscimo no lucro líquido das exportadoras foi da ordem de R\$ 29,3 bilhões entre 2003 e 2007, superior ao aumento observado nas empresas de bens não comercializáveis (+ R\$ 19,3 bilhões).

Em relação ao Ebitda, o conjunto de empresas industriais apresentou a maior expansão média anual entre 2002 e 2007 (22%), demonstrando que houve excelente capacidade de cobrir os custos operacionais e gerar lucros ao longo do período. Na sequência, as empresas comerciais também obtiveram uma alta taxa de incremento (17% a.a.) do Ebitda, reflexo do maior giro das mercadorias em um contexto de crescimento do consumo. Em uma faixa de aumento um pouco inferior, mas também expressiva, o setor de serviços sofreu variação de 13% a.a., nesse indicador de lucratividade (Tabela 7).

**TABELA 7. EVOLUÇÃO DO EBITDA EM R\$ BILHÕES — 2002/2007**

Setores	Ebitda						2002-2007*
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
TOTAL	80,5	116,3	142,6	157,1	173,3	188,4	19%
SERVIÇOS	33,0	45,8	48,0	48,6	56,1	61,4	13%
Serviços sem Energia	18,7	23,0	25,6	26,2	29,7	32,3	12%
INDÚSTRIA	45,9	68,7	92,2	105,6	114,0	123,5	22%
Indústria sem Petrobras	30,2	34,3	55,5	57,6	62,1	76,0	20%
COMÉRCIO	1,6	1,8	2,5	2,9	3,2	3,4	17%
Comercializáveis	45,7	70,1	92,2	105,2	113,5	122,6	22%
Não Comercializáveis	34,8	46,2	50,4	51,9	59,8	65,8	14%

Fonte: Demonstração de Resultados.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

O ganho financeiro obtido pela valorização cambial reduziu contabilmente a dívida externa das empresas e diminuiu o desembolso em reais dos encargos e juros desses empréstimos. Esse processo foi mais expressivo na indústria. As despesas financeiras líquidas das empresas industriais caíram em média, ao ano, 57,6%. Em 2002, essas companhias apresentaram um dispêndio financeiro de R\$ 15,4 bilhões para honrar suas dívidas; em cinco anos, esse gasto anual reduziu-se para R\$ 500 milhões. Sem a Petrobras, a redução da despesa financeira líquida foi ainda mais intensa. Nota-se que, em 2007, o balanço entre os pagamentos de juros e encargos dos empréstimos e as receitas das aplicações financeiras resultou em ganhos líquidos — ou seja, na média do conjunto de indústrias sem Petrobras, houve geração de Receita Financeira líquida da ordem de R\$ 800 milhões de reais (Tabela 8).

No setor de serviços, a diminuição da despesa financeira líquida também foi expressiva: queda anual na faixa de 25%, sendo que os dispêndios passaram, de R\$ 22 bilhões em 2002, para 7,2 R\$ bilhões em 2007. O único setor no qual a despesa financeira líquida aumentou no período foi o comércio, em função das suas próprias características. Esse segmento financia o giro das mercadorias e, dada a expansão do consumo, o endividamento naturalmente aumentou (12,5% a.a.).

**TABELA 8. EVOLUÇÃO DA DESPESA FINANCEIRA LÍQUIDA EM R\$ BILHÕES — 2002/2007**

Despesa Financeira Líquida							
Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002-2007
TOTAL	38,7	23,3	25,6	19,7	18,3	8,1	-32,4
SERVIÇOS	22,7	15,5	13,0	9,7	10,4	7,2	-25,0
Serviços sem Energia	10,3	5,4	5,4	4,4	3,9	3,0	-26,5
INDÚSTRIA	15,4	7,4	11,9	9,2	7,2	0,5	-57,6
Indústria sem Petrobras	16,6	6,0	8,7	6,0	5,9	(0,8)	-
COMÉRCIO	0,5	0,4	0,7	0,7	0,7	0,8	12,5
Comercializáveis	15,9	7,2	11,7	9,2	7,2	0,1	-71,8
Não Comercializáveis	22,8	16,2	13,9	10,5	11,1	8,0	-23,0

Fonte: Demonstração de Resultados.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

A rentabilidade do Patrimônio Líquido (LL/PL) que mais cresceu entre 2002 e 2007 foi a do conjunto da indústria sem Petrobras: de uma lucratividade na faixa de 9,8% em 2002, os efeitos descritos anteriormente, sobretudo a capacidade de gerar receitas acima dos custos operacionais e a redução da despesa financeira líquida, adicionaram doze pontos percentuais na taxa de lucro sobre o Patrimônio Líquido, que atingiu 21,8% em 2007. O comércio obteve, no período, incremento menor nesse indicador de rentabilidade: foram acrescidos cinco pontos percentuais na taxa, que se elevou para 13,3% em 2007.

O setor de serviços sofreu elevado prejuízo em 2002, influenciado pelas empresas de energia elétrica. Tomando o ano de 2003 como base de comparação, nota-se que também a rentabilidade das empresas de serviços (com e sem as companhias de energia elétrica) acusou expansão ao longo do período, mas o acréscimo foi inferior ao observado na indústria: da ordem de cinco pontos percentuais, tendo a rentabilidade sobre o patrimônio líquido do setor alcançado, em 2007, 9,9% (Tabela 9).

**TABELA 9. EVOLUÇÃO DO INDICADOR DE RENTABILIDADE — LL / PL EM % — 2002/2007**

<b>Rentabilidade sobre o PL</b>						
Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TOTAL	0,56%	13,75%	16,05%	17,56%	15,74%	16,05%
SERVIÇOS	-8,77%	3,92%	5,96%	8,43%	7,94%	9,86%
Serviços sem Energia	-6,58%	5,66%	8,77%	11,25%	9,91%	10,67%
INDÚSTRIA	14,57%	26,05%	26,05%	25,75%	22,25%	20,75%
Indústria sem Petrobras	9,78%	19,66%	24,48%	23,12%	19,71%	21,79%
COMÉRCIO	7,92%	9,93%	13,65%	13,91%	10,56%	13,18%
Comercializáveis	14,28%	27,62%	26,24%	25,69%	22,58%	21,24%
Não Comercializáveis	-7,60%	3,08%	6,19%	8,90%	8,15%	10,09%

Fonte: Demonstração de Resultados.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

## Endividamento e Estrutura de Capitais

A situação patrimonial também mostrou evolução expressiva entre 2002 e 2007, o que pode ser ilustrado pelo crescimento do Ativo Total, que passou de R\$ 700 bilhões para R\$ 1,2 trilhão, no período (crescimento de 11% a.a.). Por trás desse aumento do Ativo Total está a ampliação do Permanente, equivalente a 12% a.a., dinamizado pelo crescimento dos Investimentos (23% a.a.) e do Imobilizado (10% a.a.), conforme pode ser visto nas Tabelas 10, 11 e 11).

Outro ponto a ser destacado é que a imobilização de capital foi acompanhada de elevação do patrimônio líquido e melhoria do perfil da dívida, indicadores de que ao longo do período as grandes empresas brasileiras encontraram forma mais adequada de financiar as suas inversões de longo prazo, principalmente no mercado de capitais e no alongamento dos empréstimos.

**TABELA 10. EVOLUÇÃO DO ATIVO TOTAL EM R\$ BILHÕES — 2002/2007**

<b>Ativo Total</b>							
Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002-2007*
TOTAL	700,1	762,0	830,8	916,8	1.075,9	1.177,5	11%
SERVIÇOS	374,1	377,9	390,7	406,4	443,4	463,7	4%
Serviços sem Energia	128,7	132,0	138,5	142,9	171,6	185,4	8%
INDÚSTRIA	309,9	367,5	421,2	489,3	607,8	685,9	17%
Indústria sem Petrobras	212,6	231,3	274,2	305,8	397,3	454,7	16%
COMÉRCIO	16,1	16,6	18,9	21,2	24,7	27,8	12%
Comercializáveis	303,8	362,9	416,5	483,3	598,9	673,3	17%
Não Comercializáveis	396,3	399,1	414,3	433,6	477,0	504,2	5%

Fonte: Balanço Patrimonial.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

**TABELA 11. EVOLUÇÃO DO IMOBILIZADO EM R\$ BILHÕES — 2002/2007**

<b>Imobilizado</b>							
Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002-2007*
TOTAL	374,5	405,2	426,4	474,3	542,9	603,5	10%
SERVIÇOS	240,6	232,7	232,1	236,6	242,3	245,1	0%
Serviços sem Energia	85,2	80,8	79,4	80,5	84,2	85,9	0%
INDÚSTRIA	128,4	166,3	187,3	230,6	292,7	349,5	22%
Indústria sem Petrobras	87,6	101,5	110,6	125,1	177,4	209,5	19%
COMÉRCIO	5,5	6,1	7,0	7,1	7,9	9,0	10%
Comercializáveis	127,8	165,8	186,8	230,0	292,1	349,0	22%
Não Comercializáveis	246,8	239,4	239,6	244,3	250,8	254,5	1%

Fonte: Balanço Patrimonial.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

**TABELA 12. EVOLUÇÃO DOS INVESTIMENTOS EM R\$ BILHÕES — 2002/2007**

<b>Investimentos</b>							
Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002-2007*
TOTAL	21,4	24,5	38,9	41,7	49,4	60,2	23%
SERVIÇOS	10,0	11,6	13,0	15,1	17,9	20,7	16%
Serviços sem Energia	2,3	3,7	3,7	3,7	6,2	9,5	33%
INDÚSTRIA	11,1	12,6	25,6	26,2	31,5	39,4	29%
Indústria sem Petrobras	10,5	10,6	23,5	23,9	26,7	31,6	25%
COMÉRCIO	0,3	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	-17%
Comercializáveis	11,1	12,5	25,5	26,1	31,2	38,9	29%
Não Comercializáveis	10,3	12,0	13,4	15,6	18,2	21,3	16%

Fonte: Balanço Patrimonial.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

**TABELA 13. EVOLUÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO EM R\$ BILHÕES — 2002/2007**

<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>							
Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002-2007
TOTAL	255,3	283,3	329,3	383,1	454,6	518,1	15%
SERVIÇOS	153,1	155,8	163,1	182,1	207,1	219,6	7%
Serviços sem Energia	52,3	50,5	52,3	59,0	75,9	81,6	9%
INDÚSTRIA	96,4	121,4	159,6	193,7	239,3	289,7	25%
Indústria sem Petrobras	62,0	72,0	97,3	114,9	141,7	175,9	23%
COMÉRCIO	5,8	6,1	6,5	7,3	8,2	8,8	9%
Comercializáveis	93,6	120,5	159,1	192,1	235,5	284,7	25%
Não Comercializáveis	161,6	162,8	170,2	190,9	219,0	233,4	8%

Fonte: Balanço Patrimonial.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

O financiamento desse crescimento deu-se, preponderantemente, com capital próprio, via integralização de lucros acumulados ou aporte de capital por parte de acionistas; secundariamente, deveu-se a endi-

vidamento, fato que pode ser identificado pelo crescimento de ambos: o Patrimônio Líquido cresceu a uma taxa média anual de 15%, entre 2002 e 2007, resultado da retenção de lucros e de aumentos de capital, enquanto o Endividamento Total expandiu-se a 3% a.a. no mesmo período. Além disso, outro fenômeno marcou a situação financeira das empresas aqui estudadas – qual seja, o alongamento do prazo do endividamento, o que significa, em termos gerais, a melhoria do perfil da dívida: o Endividamento de Longo Prazo cresceu a uma taxa de 5% a.a. no período; o de Curto Prazo caiu a uma taxa de 4% a.a. (ver Tabelas 13, 15, 16 e 17).

Neste contexto, nota-se diminuição da relação entre o capital de terceiros e o capital próprio. O segmento da indústria (com e sem Petrobras) apresentou as maiores reduções. Em 2002, esse indicador apresentou patamar na faixa de 2,20 – ou seja, naquele ano, a utilização de capital de terceiros no financiamento das operações das empresas industriais ultrapassou em 120% o capital próprio; em 2007, a relação caiu para 1,30 no setor industrial (com Petrobras) e para 1,46 (sem Petrobras). No setor de serviços, o indicador também se retraiu de um patamar de 1,44, em 2002, para 1,09, em 2007, quando alcançou a menor relação dentre as aberturas do estudo (Tabela 14). Em função do aumento do endividamento entre 2002 e 2007, especialmente o de curto prazo, houve, em Comércio, elevação da relação entre o capital de terceiros e o capital próprio, que passou de 1,78 para 2,15 ao longo do período.

**TABELA 14. RELAÇÃO ENTRE O CAPITAL DE TERCEIROS E O CAPITAL PRÓPRIO — 2002/2007**

Relação entre Capital de Terceiros e Capital Próprio						
Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TOTAL	1,74	1,66	1,48	1,35	1,33	1,22
SERVIÇOS	1,44	1,43	1,39	1,23	1,15	1,09
Serviços sem Energia	1,45	1,62	1,64	1,42	1,25	1,17
INDÚSTRIA	2,21	1,93	1,56	1,43	1,45	1,30
Indústria sem Petrobras	2,37	2,07	1,69	1,51	1,64	1,46
COMÉRCIO	1,78	1,72	1,91	1,97	2,26	2,15
Comercializáveis	2,24	1,91	1,54	1,41	1,45	1,30
Não Comercializáveis	1,45	1,45	1,43	1,28	1,20	1,13

Fonte: Demonstração de Resultados.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

**TABELA 15. ENDIVIDAMENTO TOTAL EM R\$ BILHÕES — 2002/2007**

Endividamento Total							
Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002-2007*
TOTAL	253,3	260,5	245,5	245,5	300,0	292,4	3%
SERVIÇOS	127,3	124,1	119,8	105,9	113,0	110,2	-3%
Serviços sem Energia	47,7	45,8	43,5	37,9	45,6	47,3	0%
INDÚSTRIA	120,7	131,2	120,2	134,3	179,8	173,2	7%
Indústria sem Petrobras	89,9	89,0	83,0	89,3	135,7	134,9	8%
COMÉRCIO	5,4	5,2	5,5	5,3	7,2	9,0	11%
Comercializáveis	119,4	130,1	119,1	132,8	178,5	170,5	7%
Não Comercializáveis	134,0	130,3	126,4	112,8	121,5	121,9	-2%

Fonte: Demonstração de Resultados.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

**TABELA 16. ENDIVIDAMENTO DE LONGO PRAZO EM R\$ BILHÕES — 2002/2007**

Endividamento de LP							
Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002-2007
TOTAL	176,4	179,1	178,7	186,7	235,4	229,6	5%
SERVIÇOS	96,3	90,1	90,2	85,5	92,2	91,5	-1%
Serviços sem Energia	33,3	30,1	29,3	28,3	34,7	36,0	2%
INDÚSTRIA	77,0	87,1	85,3	97,5	139,5	133,6	12%
Indústria sem Petrobras	52,3	53,0	53,6	63,1	107,9	103,8	15%
COMÉRCIO	3,1	1,8	3,2	3,7	3,8	4,4	8%
Comercializáveis	76,2	86,5	84,7	96,6	138,7	131,4	12%
Não Comercializáveis	100,1	92,6	94,0	90,2	96,7	98,2	0%

Fonte: Demonstração de Resultados.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

**TABELA 17. ENDIVIDAMENTO DE CURTO PRAZO EM R\$ BILHÕES — 2002/2007**

Endividamento de CP							
Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002-2007
TOTAL	77,0	81,4	66,8	58,8	64,5	62,8	-4%
SERVIÇOS	31,1	34,0	29,7	20,4	20,9	18,6	-10%
Serviços sem Energia	14,4	15,7	14,2	9,6	10,9	11,3	-5%
INDÚSTRIA	43,6	44,1	34,9	36,8	40,3	39,6	-2%
Indústria sem Petrobras	37,6	36,0	29,4	26,3	27,8	31,1	-4%
COMÉRCIO	2,3	3,3	2,2	1,6	3,4	4,6	15%
Comercializáveis	43,1	43,6	34,4	36,2	39,8	39,1	-2%
Não Comercializáveis	33,8	37,8	32,4	22,6	24,7	23,7	-7%

Fonte: Demonstração de Resultados.

Nota: (\*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

Quanto ao desempenho dos setores listados, entre 2002 e 2007, verificaram-se as seguintes tendências em relação à evolução do Ativo Total, do Patrimônio Líquido, do Imobilizado, dos Investimentos e do Endividamento de longo e de curto prazo (ver Tabelas 12, 13, 15, 16 e 17):

- **Indústria:** crescimento de 17% a.a. no Ativo Total e de 25% a.a. no Patrimônio Líquido (PL). O Endividamento Total cresceu 7% a.a. A dívida melhorou o seu perfil com o decréscimo do Endividamento de Curto Prazo à taxa 2% a.a., enquanto o de Longo Prazo subiu a 12%.
- **Indústria sem Petrobras:** crescimento do Ativo Total na faixa de 16% a.a., do PL a 23% e do Endividamento Total a 8% a.a. O Permanente cresceu à taxa de 21% a.a. (Imobilizado a 19% a.a. e os Investimentos a 25% a.a.). O perfil do Endividamento melhorou consideravelmente, com o de Longo Prazo crescendo a 15% a.a. e o de Curto Prazo caindo a 4% a.a.
- **Comércio:** o Ativo Total aumentou a 12% a.a., financiado pela expansão do PL, a 9% a.a. e do Endividamento, a 11% a.a. O setor foi o único que apresentou crescimento do Endividamento de Curto Prazo (15% a.a.), enquanto o de Longo Prazo cresceu a 8% a.a., piorando o perfil da sua dívida. O Permanente do setor subiu a 9% a.a., com o Imobilizado alcançando 10% a.a., enquanto os Investimentos apresentaram queda da ordem de 17% a.a.

- **Serviços sem Energia:** o Ativo Total cresceu a 8% a.a., tendo como suporte o crescimento do PL, 9% a.a., uma vez que o Endividamento Total ficou praticamente estável. O Permanente aumentou a 3% a.a. com o Imobilizado estável e os Investimentos com alta expressiva de 33% a.a. O perfil do Endividamento também apresentou melhora, com os Empréstimos de Curto Prazo caindo a 5% a.a. e os de Longo Prazo subindo a 2% a.a.
- **Serviços:** o Ativo Total apresentou o menor crescimento dentre os setores analisados (4% a.a.), praticamente financiado com recursos próprios, uma vez que o PL cresceu apenas 7% a.a. e os Empréstimos Totais caíram a 3% a.a. O Permanente apresentou expansão de 2% a.a., praticamente dinamizado pelos Investimentos (16% a.a.), pois o Imobilizado manteve o mesmo patamar no período. O perfil da dívida melhorou substancialmente, com os Empréstimos de Curto Prazo caindo a 10% a.a. e os de Longo Prazo também caindo, mas a 1% a.a.

Quanto aos outros conjuntos de empresas:

- **Comercializáveis:** O Ativo Total, reflexo do movimento da Indústria, cresceu a 17% a.a., acompanhado pelo crescimento do PL de 25% a.a. e dos Empréstimos Totais, de 7% a.a. O Permanente cresceu a uma taxa de 24% a.a., determinado pelas expansões do Imobilizado (22% a.a.) e dos Investimentos, (29% a.a.). O perfil da dívida melhorou, os Empréstimos de Curto Prazo caíram à taxa de 2% a.a., enquanto a dívida de Longo Prazo subiu a 12% a.a.
- **Não Comercializáveis:** o Ativo Total cresceu menos (5% a.a.) em relação ao resultado das empresas mais voltadas para as exportações, influenciado pelo setor de serviços; o PL aumentou a uma taxa de 8% a.a. e os Empréstimos Totais declinaram 2% a.a. Há uma sensível melhora no perfil da dívida, com os Empréstimos de Curto Prazo caindo a 7% a.a. e o de longo prazo permanecendo praticamente estável ao longo do período.

## DESEMPENHO DAS GRANDES EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO, EM 2008

A economia brasileira sofreu o impacto da crise global através da abrupta queda da demanda externa e da escassez de crédito no mercado financeiro internacional após a quebra do Lehman Brothers em setembro de 2008. O PIB brasileiro que crescia a uma taxa de 6,8% no terceiro trimestre de 2008, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, passou a crescer apenas 1,3% nos últimos três meses do ano. Na margem, a mudança de cenário econômico ficou patente, nota-se retração de 3,7% no quarto trimestre de 2008, livre dos efeitos sazonais, em relação ao trimestre imediatamente anterior (Tabela 18). Nesta base de comparação, do lado da oferta, o PIB da indústria foi o mais prejudicado com queda de 7,4% e, do lado da demanda, a formação bruta de capital fixo apresentou redução de 9,8% no último trimestre de 2008.

A inflação foi impactada pelo movimento de intensa retração dos preços das *commodities* após o aprofundamento da crise global. No final de 2008, os índices de preços (IGP-DI e IPCA) apresentaram desaceleração em relação aos patamares pré-crise. O aumento da incerteza e a saída de capitais estrangeiros do mercado financeiro doméstico, especialmente de ações, com o intuito de cobrir pesados prejuízos ocorridos no mercado financeiro internacional, pressionaram a taxa de câmbio, que se desvalorizou 31,9% no quarto trimestre de 2008.

**TABELA 18. INDICADORES ECONÔMICOS TRIMESTRAIS — 2007 E 2008**

Período	PIB		Crédito <sup>1</sup>		IGP-DI	IPCA	Taxa de Câmbio <sup>2</sup>	
	Trimestre/mesmo trimestre do ano anterior	Trimestre/Trimestre anterior (com ajuste sazonal)	Pessoa Física	Pessoa Jurídica	Acumulado em 4 trimestres	Acumulado em 4 trimestres	Final do Período	Média do Período
1º Tri 2007	5,3	1,8	18,1	15,2	4,5	3,0	-5,6	-4,0
2º Tri 2007	5,8	1,4	18,3	13,9	4,0	3,7	-11,0	-9,3
3º Tri 2007	5,4	1,0	18,0	19,2	6,2	4,1	-15,4	-11,8
4º Tri 2007	6,1	1,7	19,9	24,7	7,9	4,5	-17,2	-17,0
1º Tri 2008	6,1	1,9	18,4	29,9	9,2	4,7	-14,7	-17,6
2º Tri 2008	6,2	1,6	14,1	34,1	14,0	6,1	-17,4	-16,4
3º Tri 2008	6,8	1,4	11,0	36,5	11,9	6,3	4,1	-13,0
4º Tri 2008	1,3	-3,7	7,1	30,4	9,1	5,9	31,4	27,6

Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil, FGV.

Notas: (1) Variação do volume de crédito em relação ao mesmo trimestre do ano anterior deflacionado pela IPCA.

(2) Variação em relação do mesmo trimestre do ano anterior.

Nesse contexto, era de se esperar que o desempenho operacional das empresas sofresse o impacto da retração dos mercados consumidores interno e externo, no último trimestre de 2008, devido à crise internacional. Além disso, estava sujeito, também, ao impacto negativo da queda de preços internacionais, afetando sobremaneira o desempenho das empresas produtoras e exportadoras de *commodities*, a despeito da forte desvalorização do real, no período. No entanto, esses fatores adversos verificados no último trimestre de 2008 puderam ser diluídos em resultados operacionais extremamente favoráveis nos três trimestres anteriores do ano, não sendo a causa do recuo do lucro líquido.

Os resultados do desempenho de 239 empresas não financeiras de grande porte, entre 2007 e 2008, mostram que o recuo do lucro líquido em 2008 foi construído não a partir da queda do desempenho operacional das companhias, mas por razões financeiras. Para o conjunto das empresas, o lucro líquido caiu de R\$ 90,3 bilhões para R\$ 88,1 bilhões entre 2007 e 2008, uma queda de R\$ 2,2 bilhões (ou 2,5%), e o lucro da atividade cresceu em termos de valor R\$ 34,5 bilhões, o que significou uma expansão de 24,6% no período (Tabela 19).

**TABELA 19. EVOLUÇÃO DO LUCRO LÍQUIDO E DA ATIVIDADE, DESPESA FINANCEIRA LÍQUIDA — 2007 E 2008**  
VARIAÇÃO EM VALOR (R\$ MILHÕES) E EM %

Setores	Lucro Líquido				Lucro da Atividade				Despesa Financeira Líquida			
	2007	2008	Variação		2007	2008	Variação		2007	2008	Variação	
			Valor	%			Valor	%			Valor	%
TOTAL	90.348	88.116	-2.232	-2,5	140.578	175.139	34.560	24,6	8.592	51.625	43.034	500,9
SERVIÇOS	1.335	1.461	126	9,4	2.818	3.367	549	19,5	1.088	1.139	51	4,7
Serviços sem Energia	65.153	63.964	-1.189	-1,8	97.544	125.060	27.516	28,2	348	38.129	37.781	10.849,8
INDÚSTRIA	43.648	30.616	-13.031	-29,9	60.833	76.354	15.521	25,5	-386	38.184	38.570	—
Indústria sem Petrobras	23.861	22.692	-1.169	-4,9	40.216	46.712	6.496	16,2	7.155	12.357	5.203	72,7
COMÉRCIO	10.446	6.439	-4.007	-38,4	17.198	19.389	2.191	12,7	3.003	9.485	6.482	215,8
Comercializáveis	63.308	61.846	-1.462	-2,3	95.198	121.816	26.618	28,0	474	38.026	37.553	7.929,5
Não Comercializáveis	27.040	26.270	-770	-2,8	45.381	53.323	7.942	17,5	8.118	13.599	5.481	67,5

Fonte: Demonstração de Resultados.

A rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (PL), que chegou a 15,8% em 2007, recuou para 13,5% em 2008, o que ainda pode ser considerada uma boa marca de rentabilidade. Cabe mencionar que as empresas de Comércio mantiveram-se em crescimento em termos do valor do lucro líquido, que aumentou 9,4%, e em termos de taxa de rentabilidade sobre o PL, que passou de 13,2% para 13,5% (Tabela 20). Mas tanto esses resultados globais quanto o bom desempenho do Comércio escondem desempenhos muito ruins para outros setores, como veremos nos itens sobre os segmentos Serviços e Indústria.

**TABELA 20. EVOLUÇÃO DA MARGEM DE LUCRO (LL/RL), DA RENTABILIDADE DO PL (LL/PL) E DA DESPESA FINANCEIRA LÍQUIDA SOBRE A RECEITA LÍQUIDA — 2007 E 2008 (EM %)**

Setores	Margem sobre a RL		Rentabilidade sobre o PL		Lucro da Atividade sobre a RL		Despesa Financeira Líquida sobre a RL	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
TOTAL	11,9%	9,5%	15,8%	13,5%	18,5%	18,8%	1,1%	5,5%
SERVIÇOS	3,5%	3,1%	13,2%	13,5%	7,3%	7,2%	2,8%	2,4%
Serviços sem Energia	12,9%	10,1%	20,3%	16,1%	19,4%	19,8%	0,1%	6,0%
INDÚSTRIA	13,1%	7,4%	21,3%	12,3%	18,3%	18,4%	-0,1%	9,2%
Indústria sem Petrobras	10,9%	8,9%	10,0%	9,2%	18,5%	18,4%	3,3%	4,9%
COMÉRCIO	8,4%	4,5%	10,9%	6,7%	13,9%	13,4%	2,4%	6,6%
Comercializáveis	12,9%	10,2%	21,1%	16,5%	19,5%	20,0%	0,1%	6,3%
Não Comercializáveis	10,0%	8,1%	10,0%	9,4%	16,8%	16,5%	3,0%	4,2%

Fonte: Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultados.

## Serviços

O setor de Serviços, especialmente sem considerar as empresas de energia, teve seu lucro líquido reduzido de R\$ 10,4 bilhões para R\$ 6,4 bilhões, representando uma queda de 38,4%. Cerca de metade dessa queda explica-se pelo desempenho muito negativo das empresas de Transporte Aéreo, vindo em seguida as empresas dos setores de Telefonia, Saneamento e Logística. O financiamento predominante das empresas desse segmento, no qual têm muito destaque os compromissos em moeda estrangeira, responde como a principal causa da queda tão acentuada de rentabilidade.

A desvalorização da moeda incidiu sobre essas dívidas, causando grande aumento contábil (o efeito sobre o caixa não é integral) das despesas financeiras líquidas. Como cabe notar, o lucro da atividade para esse segmento — vale dizer, o lucro propriamente gerado pelas atividades operacionais das empresas — não parou de aumentar: alcançou R\$ 19,4 bilhões em 2008, aumentando R\$ 2,2 bilhões (ou o equivalente a 12,7%) com relação ao lucro da atividade correspondente a 2007. Ou seja, um vultoso prejuízo financeiro — determinado pela incidência da desvalorização do real sobre as dívidas em moeda estrangeira, características, em média, das empresas do setor —, e não redução do lucro da atividade, foi a causa do declínio vigoroso da rentabilidade desse segmento. Sua taxa de rentabilidade sobre o PL, que era de 10,9% em 2007, reduziu-se para 6,7% em 2008, mesmo tendo sido praticamente mantida a relação Lucro da Atividade/Receita Líquida (13,9% em 2007 e 13,4% em 2008). Já a relação Despesas Financeiras Líquidas/RL, que era de 2,5% em 2007, passou para 6,6% em 2008 (ver Tabela 20).

## Indústria

Outro segmento que notoriamente destoou da média global das empresas foi o de Indústria, especialmente se for considerada a Indústria sem Petrobras. Esse grupo apurou uma queda verdadeiramente excepcional de seu Lucro Líquido: de R\$ 43,6 bilhões em 2007 para R\$ 30,6 bilhões em 2008, uma contração de nada menos que R\$ 13 bilhões (ou 29,9%). Isso se deu a despeito do vigoroso aumento do lucro da atividade que, mesmo tendo sofrido os efeitos da crise internacional no trimestre final do ano, pulou de R\$ 60,8 bilhões para R\$ 76,4 bilhões, ou 16,2%, entre 2007 e 2008. Foram as despesas financeiras líquidas as causas de tão negativo resultado global do segmento. Essas passaram de um valor negativo (representando Receita Financeira Líquida) de R\$ 0,4 bilhão em 2007 para inacreditáveis R\$ 38,2 bilhões, em 2008.

É claro que as grandes empresas brasileiras do setor industrial também se municiam de recursos em moeda estrangeira para o financiamento de suas atividades e investimentos, mas, segundo um levantamento da Fundap com dados referentes a 2007, o percentual de fundos externos no financiamento global dessas empresas era de aproximadamente 20%. Isso significa dizer que, provavelmente para esse segmento, não se pode estender o mesmo argumento do padrão de financiamento como causa principal de tão pronunciado desequilíbrio.

Em outras palavras, a queda do lucro do segmento, embora tenha-se dado em função também de um vultoso prejuízo financeiro, não decorreu tanto (como no caso de Serviços) do efeito desvalorização do real sobre as dívidas em moeda estrangeira. A esse fator que, todavia, em parte também contribuiu para o resultado negativo juntou-se, no caso das empresas industriais (exclusive Petrobras), outro de maior peso e determinação para explicar o recuo tão acentuado do lucro: o impacto da desvalorização cambial sobre as apostas de valorização do real feitas pelas empresas em operações em mercados futuros de câmbio. As empresas utilizaram vários mecanismos para se defender da valorização do real e até arriscar a sua saúde financeira com apostas no mercado financeiro. Várias corporações realizaram operações nos mercados futuros de arbitragem com câmbio e juros<sup>5</sup>.

Evidência de que o fator especulação com o valor da moeda foi destacadamente o mais relevante vem do fato de que apenas três setores da indústria explicam a queda do lucro líquido de 2007 para 2008. Precisamente para esses setores, foram amplamente divulgados a ocorrência de problemas de empresas com prejuízos nos mercados de derivativos. No caso de Alimentos, Papel e Celulose e Química, o lucro líquido caiu R\$ 17 bilhões entre esses anos, a partir de aumento de R\$ 24 bilhões nas despesas financeiras líquidas. Como cabe recordar, para o conjunto das empresas da Indústria Sem Petrobras, o lucro líquido caiu R\$ 13 bilhões entre 2007 e 2008 e as despesas financeiras líquidas aumentaram R\$ 38 bilhões.

Com toda a segurança, é possível afirmar que, não tivessem se reveladas errôneas as apostas no câmbio futuro feitas por empresas industriais brasileiras, as grandes empresas não financeiras do país teriam conseguido neutralizar os efeitos reais e financeiros da crise externa em 2008, de forma que em 2009 logriam em seu conjunto ampliar e não reduzir (como de fato ocorreu) seus níveis e taxas de lucro.

<sup>5</sup> Várias empresas, além de fazer o *hedge* das suas receitas em dólar com operações no mercado financeiro, avançaram na direção de apostas mais arriscadas com derivativos alavancados em cima da expectativa de que a taxa de câmbio permaneceria apreciada ao longo dos próximos anos. Caso exemplar foi o da Aracruz Celuloce, obrigada a reconhecer perdas bilionárias no exercício de 2008, uma vez que o real sofreu forte depreciação no último trimestre de 2008.

Do ponto de vista da estrutura de ativos e passivos, o ano de 2008 marcou uma mudança na estratégia das empresas, provavelmente influenciadas pelas alterações nas condições econômicas dada a crise global. Cabe destacar, em primeiro lugar, a retração dos investimentos societários entre 2007 e 2008; nesse período, o conjunto de empresas reduziu em 38,9% essa forma de obter recursos para investimentos de mais longo prazo. Essa tendência foi regra para a maioria das desagregações: o conjunto de Indústrias sem Petrobras apresentou a maior queda (-42,3%); o único setor no qual houve aumento dos investimentos societários foi no Comércio, com expansão de 3,5%; mas, neste caso, o volume de recursos é pequeno (Tabela 21).

**TABELA 21. EVOLUÇÃO DO ATIVO TOTAL, IMOBILIZADO, INVESTIMENTOS E PATRIMÔNIO LÍQUIDO — 2007 E 2008 (EM R\$ BILHÕES E %)**

Setores	Ativo Total			Imobilizado			Investimentos			Patrimônio Líquido.		
	2007	2008	Var	2007	2008	Var	2007	2008	Var	2007	2008	Var
TOTAL	1.269,5	1.572,7	23,9%	570,3	653,2	14,5%	65,6	40,1	-38,9%	622,7	745,0	19,6%
SERVIÇOS	32,0	36,0	12,5%	10,1	10,8	6,8%	0,1	0,1	3,5%	9,2	10,0	7,9%
Serviços sem Energia	745,8	972,0	30,3%	321,4	396,3	23,3%	43,2	25,5	-40,9%	357,6	449,7	25,8%
INDÚSTRIA	510,2	670,1	31,3%	205,2	248,8	21,2%	35,4	20,4	-42,3%	217,6	258,9	19,0%
Indústria sem Petrobras	491,6	564,7	14,9%	238,8	246,0	3,0%	22,3	14,4	-35,3%	255,9	285,3	11,5%
COMÉRCIO	207,2	252,1	21,7%	95,7	95,9	0,1%	10,9	6,3	-42,0%	94,0	110,4	17,5%
Comercializáveis	704,0	915,4	30,0%	300,3	373,8	24,5%	41,3	24,7	-40,1%	353,7	444,4	25,6%
Não Comercializáveis	565,5	657,3	16,2%	270,0	279,4	3,5%	24,4	15,4	-37,0%	269,0	300,6	11,8%

Fonte: Balanço Patrimonial.

O mercado de capitais mundial apresentou uma drástica reversão, a crise financeira global que se manifestou nos EUA em meados de 2007, se espalhou pelos demais países desenvolvidos e emergentes ao longo de 2008, e afetou a liquidez no mercado financeiro mundial. No Brasil, os impactos também foram sentidos: dois terços do volume de recursos captados na Bolsa pelas empresas, até 2007, era de origem estrangeira. Em 2008, as captações das empresas que entraram no mercado pela primeira vez reduziram-se fortemente em 86,4%. De um patamar da ordem de R\$ 55,5 bilhões, captados com novas aberturas em 2007, as empresas apresentaram somente sete ofertas de abertura de capital em 2008, o que gerou uma captação de R\$ 7,5 bilhões. A queda de volume no mercado de capitais no Brasil só não foi maior em 2008, devido ao aumento da captação pelas companhias já negociadas em bolsa. Neste período, o volume de recursos assim obtidos cresceu 84,8% em relação a 2007 e alcançou o montante de R\$ 26,8 bilhões.

Ainda do lado do ativo, a compra de máquinas e equipamentos e a ampliação da capacidade produtiva, pelas empresas, mantiveram-se ascendente até o terceiro trimestre de 2008; isso determinou que a variação anual do imobilizado no balanço patrimonial do conjunto das companhias crescesse 14,5% em 2008. Esse movimento foi mais intenso na indústria, cuja taxa de variação entre 2007 e 2008 atingiu dois dígitos (23,3% no total e 21,2% no conjunto sem Petrobras). Até 2007, a evolução da lucratividade, a expansão do Patrimônio Líquido e o baixo crescimento do endividamento total indicavam que a opção das empresas foi utilizar mais capital próprio para ampliar a base produtiva<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Puga e Nascimento (2008) discutem as formas de financiamento das empresas no contexto da crise financeira internacional com foco nos setores industrial e de infraestrutura.

Em 2008, a situação financeira das empresas deteriorou-se com a desvalorização do real e as perdas de capital vinculadas às operações especulativas de *hedge* cambial. Neste cenário, a composição do passivo, ao final de 2008, indicava alteração na forma de as empresas brasileiras se financiarem. A restrição financeira aguda, especialmente a partir de setembro de 2008, levou as empresas a aumentar o seu grau de endividamento. Entre 2007 e 2008, os empréstimos totais do conjunto de empresas cresceram 46,8%, atingindo o patamar de R\$ 458,6 bilhões. Diferentemente da trajetória anterior, quando as dívidas de curto prazo reduziram-se, entre 2002 e 2007, houve agora ampliação dos empréstimos de longo prazo e forte elevação do financiamento de prazos mais curtos (+47,1%), cujo estoque alcançou o volume de R\$ 102,6 bilhões em dezembro de 2008 (Tabela 22).

**TABELA 22. EVOLUÇÃO DO ENDIVIDAMENTO TOTAL, DE CURTO E DE LONGO PRAZO — 2007 E 2008**  
(EM R\$ BILHÕES E %)

Setores	Endividamento Total			Endividamento de CP			Endividamento de LP		
	2007	2008	Var	2007	2008	Var	2007	2008	Var
TOTAL	312,3	458,6	46,8%	69,8	102,6	47,1%	242,5	355,9	46,8%
SERVIÇOS	10,4	12,8	23,3%	5,5	5,1	-7,2%	4,9	7,7	57,7%
Serviços sem Energia	186,2	292,9	57,3%	44,7	67,2	50,3%	141,5	225,7	59,5%
INDÚSTRIA	147,9	229,6	55,2%	36,2	54,0	49,0%	111,7	175,6	57,2%
Indústria sem Petrobras	115,7	152,8	32,1%	19,5	30,3	54,9%	96,1	122,6	27,5%
COMÉRCIO	50,7	75,5	48,8%	12,1	18,6	52,9%	38,6	57,0	47,5%
Comercializáveis	178,7	278,4	55,8%	42,9	63,6	48,1%	135,8	214,8	58,2%
Não Comercializáveis	133,6	180,2	34,8%	26,9	39,1	45,4%	106,8	141,1	32,2%

Fonte: Balanço Patrimonial.

A despeito da maior utilização de recursos de terceiros na estrutura de capital, o patrimônio líquido das empresas também apresentou expressiva alta em 2008, da ordem de 19,6%. A margem líquida de lucro (LL/PL) das companhias sofreu revés, especialmente no último trimestre de 2008, mas ainda permaneceu positiva e próxima a 10% para o total das empresas no ano de 2008 como um todo; isto fez com que a política de retenção de lucros fosse mantida, o que, somado aos aportes de capital de acionistas, determinou o aumento do Patrimônio Líquido.

Vale salientar que não se pode concluir que essa nova composição da estrutura de capital das empresas — mais dívida e menos captação de recursos em Bolsa — vá-se manter nos próximos anos. Isso irá depender, dentre outras coisas, de como o Brasil sairá da crise global. Além disso, também não é crível achar que essa mudança de perfil foi virtuosa no sentido de alavancar nova imobilização de capital de longo prazo. Ao contrário, esse movimento na direção de ampliar o endividamento, especialmente o de curto prazo, respondeu muito mais a um estresse financeiro — advindo da desvalorização do real, do aumento dos custos e prazos dos financiamentos e das perdas de capital em apostas especulativas no mercado financeiro — do que de novas decisões de investimento produtivo.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO. Análise patrimonial e financeira das grandes empresas brasileiras: 2002 – 2007. São Paulo: Fundap; Nobel Planejamento, 2008. (Projeto de pesquisa análise econômico-financeira das companhias abertas). Mimeografado.

FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO. Análise patrimonial e financeira das grandes empresas brasileiras nos primeiros nove meses de 2008. São Paulo: Fundap; Nobel Planejamento, 2008. (Projeto de pesquisa análise econômico-financeira das companhias abertas). Mimeografado.

JACOB, Cláudio. Crédito bancário no Brasil: uma interpretação heterodoxa. 2003. Tese (Doutorado) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2003.

NOVAIS, Luis F. A crise global e a "morte súbita" do PIB no quarto trimestre de 2008. In: BIASOTO JUNIOR, G.; NOVAIS, L. F.; FREITAS, M. C. P. de (org.) *Panorama da Economia Internacional e Brasileira: dinâmica e impactos da crise global*. São Paulo: Fundap, 2009.

PUGA, Fernando P.; NASCIMENTO, Marcelo M. Como as empresas financiam investimentos em meio a crise financeira internacional. *Visão do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, n. 58, dez. 2008.

## ANEXOS

### COMPOSIÇÃO SETORIAL DO CONJUNTO DE EMPRESAS EM 2002-2007 E PARA O ANO DE 2007/2008

**TABELA A. DISTRIBUIÇÃO SETORIAL DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO CONSIDERADAS NO ESTUDO (2002-2007)**

<b>INDÚSTRIA</b>		<b>125</b>	
Agronegócio	2	Material Aeronáutico	1
Alimentos	13	Material de Construção	3
Armas e Munições	1	Material de Transporte	9
Bebidas e Fumo	2	Metalurgia	15
Brinquedos e Lazer	4	Mineração	1
Calçados	2	Papel e Celulose	6
Construção Civil e Incorporação	9	Petróleo e Gás	1
Editora	1	Produtos de Higiene e Limpeza	1
Embalagens	3	Química	12
Equipamentos Elétricos	1	Siderurgia	6
Indústria Diversos	2	Têxtil, Couro e Vestuário	15
Madeira	2	Utilidades Domésticas	3
Máquinas e Equip.	10		
<b>SERVIÇOS</b>		<b>46</b>	
Comunicações	1	Saneamento	4
Concessões Rodovias	2	Tecnologia da Informação	1
Energia	21	Telefonia	9
Exploração de Imóveis	1	Transporte Aéreo	2
Logística	4		
<b>COMÉRCIO</b>		<b>10</b>	
Comércio de Medicamentos	2	Comércio Varejista	5
Comércio Diversos	1	Comércio Varejista de Gás	2

**TABELA B. DISTRIBUIÇÃO SETORIAL DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO CONSIDERADAS NO ESTUDO (2007-2008)**

<b>INDÚSTRIA</b>		<b>149</b>	
Agronegócio	4	Máquinas e Equip.	12
Alimentos	13	Material Aeronáutico	1
Armas e Munições	1	Material de Construção	2
Bebidas e Fumo	2	Material de Transporte	6
Bioenergia	3	Metalurgia	12
Brinquedos e Lazer	3	Mineração	1
Calçados	2	Papel e Celulose	6
Construção Civil e Incorporação	32	Petróleo e Gás	2
Editora	1	Produtos de Higiene e Limpeza	2
Embalagens	4	Química	11
Equipamentos Elétricos	1	Siderurgia	6
Indústria (Diversos)	3	Têxtil, Couro e Vestuário	16
Madeira	2	Utilidades Domésticas	1

continua

<b>SERVIÇOS</b>		<b>77</b>	
Comunicações	1	Serviços Diversos	5
Concessões Rodoviárias	3	Tecnologia da Informação	3
Energia	26	Telefonia	9
Exploração de Imóveis	6	Transporte Aéreo	2
Logística	7		
Saneamento	4		
Saúde	4		
<b>COMÉRCIO</b>		<b>13</b>	
Comércio de Medicamentos	3	Comércio Varejista	7
Comércio Diversos	1	Comércio Varejista de Gás	2

**TABELA C. DISTRIBUIÇÃO SETORIAL DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO — COMERCIALIZÁVEIS E NÃO COMERCIALIZÁVEIS**

<b>COMERCIALIZÁVEIS</b>			
Indústria	Agronegócio	Indústria	Material Aeronáutico
Indústria	Alimentos	Indústria	Material de Construção
Indústria	Armas e Munições	Indústria	Material de Transporte
Indústria	Bebidas e Fumo	Indústria	Metalurgia
Indústria	Bioenergia	Indústria	Mineração
Indústria	Brinquedos e Lazer	Indústria	Papel e Celulose
Indústria	Calçados	Indústria	Petróleo e Gás
Indústria	Embalagens	Indústria	Química
Indústria	Equipamentos Elétricos	Indústria	Siderurgia
Indústria	Indústria Diversos	Indústria	Têxtil, Couro e Vestuário
Indústria	Madeira	Indústria	Utilidades Domésticas
Indústria	Máquinas e Equipamentos		
<b>NÃO COMERCIALIZÁVEIS</b>			
Comércio	Comércio de Medicamentos	Serviços	Exploração de Imóveis
Comércio	Comércio Diversos	Serviços	Hotelaria
Comércio	Comércio Varejista	Serviços	Logística
Comércio	Comércio varejista de Gás	Serviços	Saneamento
Indústria	Construção Civil e Incorporação	Serviços	Serviços Diversos
Indústria	Editora	Serviços	Saúde
Indústria	Produtos de Higiene e Limpeza	Serviços	Tecnologia da Informação
Serviços	Comunicações	Serviços	Telefonia
Serviços	Concessões Rodoviárias	Serviços	Transporte Aéreo
Serviços	Energia		

## EMPRESAS POR SEGMENTO PARA O CONJUNTO ANALISADO EM 2007 E 2008

SEGMENTO	EMPRESA
Agronegócio	Rasip Agro
Agronegócio	Renar
Agronegócio	São Martinho
Agronegócio	SLC Agricola
Alimentos	Cacique
Alimentos	Excelsior
Alimentos	Iguaçu Café
Alimentos	J B Duarte
Alimentos	JBS
Alimentos	Josapar
Alimentos	M. Diasbranco
Alimentos	Marfrig
Alimentos	Minerva
Alimentos	Minupar
Alimentos	Oderich
Alimentos	Perdição S/A
Alimentos	Sadia S/A
Armas de Munição	Forjas Taurus
Bebidas e Fumo	Ambev
Bebidas e Fumo	Souza Cruz
Bioenergia	Ecodiesel
Brinquedos e Lazer	Bic Monark
Brinquedos e Lazer	Estrela
Brinquedos e Lazer	Pq Hopi Hari
Calçados	Alpargatas
Calçados	Grendene
Comércio de Medicamentos	Dimed
Comércio de Medicamentos	Drogasil
Comércio de Medicamentos	Profarma
Comércio Diversos	Minasmaquinas
Comércio Varejista	B2W Varejo
Comércio Varejista	Globex
Comércio Varejista	Grazziotin
Comércio Varejista	Lojas Americanas
Comércio Varejista	Lojas Renner
Comércio Varejista	Marisa
Comércio Varejista	Pão de Açúcar-CBD
Comércio Varejista de Gás	CEG
Comércio Varejista de Gás	Comgas

SEGMENTO	EMPRESA
Comunicação	Net
Concessão de Rodovias	CCR Rodovias
Concessão de Rodovias	OHL Brasil
Concessão de Rodovias	Triunfo Part
Construção Civil e Incorporação	Abyara
Construção Civil e Incorporação	Agra Incorp
Construção Civil e Incorporação	Br Brokers
Construção Civil e Incorporação	BR Malls Par
Construção Civil e Incorporação	BR Properties
Construção Civil e Incorporação	Brascan Res
Construção Civil e Incorporação	CC De Imob
Construção Civil e Incorporação	Company
Construção Civil e Incorporação	Correa Ribeiro
Construção Civil e Incorporação	CR2
Construção Civil e Incorporação	Cyrela Realty
Construção Civil e Incorporação	Even
Construção Civil e Incorporação	Eztec
Construção Civil e Incorporação	Gafisa
Construção Civil e Incorporação	Habitasul
Construção Civil e Incorporação	Helbor
Construção Civil e Incorporação	Inpar S/A
Construção Civil e Incorporação	JHSF Part
Construção Civil e Incorporação	Klabinsegall
Construção Civil e Incorporação	Lopes Brasil
Construção Civil e Incorporação	MRV
Construção Civil e Incorporação	PDG Realt
Construção Civil e Incorporação	Rodobensimob
Construção Civil e Incorporação	Rossi Resid
Construção Civil e Incorporação	Sergen
Construção Civil e Incorporação	Sondotecnica
Construção Civil e Incorporação	Sultepa
Construção Civil e Incorporação	Tecnisa
Construção Civil e Incorporação	Tecnosolo
Construção Civil e Incorporação	Tekno
Construção Civil e Incorporação	Tenda
Construção Civil e Incorporação	Trisul
Editora	Saraiva Livr
Educação	Estacio
Educação	Kroton

continua

<b>SEGMENTO</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>SEGMENTO</b>	<b>EMPRESA</b>
Educação	Seb	Hotelaria	SPTuris
Educação	Anhanguera	Indústria Diversa	Hypermarcas
Embalagens	Dixie Toga	Indústria Diversa	Magnesita
Embalagens	Metal Iguacu	Indústria Diversa	Sansuy
Embalagens	Petropar	Logística	ALL Amer Lat
Embalagens	Providencia	Logística	Ban Armazens
Energia	Aes Sul	Logística	Doc Imbituba
Energia	Ampla Energ	Logística	LLX Log
Energia	CEB	Logística	Log-In
Energia	Celesc	Logística	Santos Brasil
Energia	Cemar	Logística	Tegma
Energia	Cemat	Madeira	Duratex
Energia	Cemig	Madeira	Eucatex
Energia	Cesp	Madeira	Satipel
Energia	Coelba	Máquinas e Equipamentos	Bardella
Energia	Coelce	Máquinas e Equipamentos	Bematech
Energia	Copel	Máquinas e Equipamentos	Inds Romi
Energia	Cosern	Máquinas e Equipamentos	Inepar
Energia	CPFL Energia	Máquinas e Equipamentos	Itautec
Energia	Elektro	Máquinas e Equipamentos	Kepler Weber
Energia	Eletrobras	Máquinas e Equipamentos	Metal frio
Energia	Eletropaulo	Máquinas e Equipamentos	Positivo Inf
Energia	EMAE	Máquinas e Equipamentos	Riosulense
Energia	Energias BR	Máquinas e Equipamentos	Schulz
Energia	Energisa	Máquinas e Equipamentos	Weg
Energia	Equatorial	Máquinas e Equipamentos	Whirlpool
Energia	Light S/A	Material Aeronáutico	Embraer
Energia	MPX Energia	Material de Construção	Eternit
Energia	Rede Energia	Material de Construção	Portobello
Energia	Terna Part	Material de Transporte	lochp-Maxion
Energia	Tractebel	Material de Transporte	Marcopolo
Energia	Tran Paulist	Material de Transporte	Metal Leve
Equipamentos Elétricos	Trafo	Material de Transporte	Plascar Part
Exploração de Imóveis	BrasilAgro	Material de Transporte	Randon Part
Exploração de Imóveis	Cyre Com-ccp	Material de Transporte	Recrusul
Exploração de Imóveis	Generalshopp	Metalurgia	ê Altona
Exploração de Imóveis	Iguatemi	Metalurgia	êsba Met
Exploração de Imóveis	Multiplan	Metalurgia	Confab
Exploração de Imóveis	São Carlos	Metalurgia	Fibam
Hotelaria	Othon	Metalurgia	Lupatech
Hotelaria	Invest Tur	Metalurgia	Mangels Indl

continua

<b>SEGMENTO</b>	<b>EMPRESA</b>
Metalurgia	Met Duque
Metalurgia	Metisa
Metalurgia	Panatlantica
Metalurgia	Paranapanema
Metalurgia	Tupy
Metalurgia	Wetzel S/A
Mineração	MMX Miner
Mineração	Vale R Doce
Papel e Celulose	Aracruz
Papel e Celulose	Celul Irani
Papel e Celulose	Klabin S/A
Papel e Celulose	Melhor SP
Papel e Celulose	Suzano Papel
Papel e Celulose	V C P
Petróleo	Ogx Petroleo
Petróleo	Petrobras
Produtos de Higiene e Limpeza	Bombril
Produtos de Higiene e Limpeza	Natura
Química	Braskem
Química	Elekeiroz
Química	Fer Heringer
Química	Fosfertil
Química	M G Poliest
Química	Millennium
Química	Nutriplant
Química	Quattor Petr
Química	Ultrapar
Química	Unipar
Química	Yara Brasil
Saneamento	Casan
Saneamento	Copasa
Saneamento	Sabesp
Saneamento	Sanepar
Saúde	Amil
Saúde	Dasa
Saúde	Medial Saude
Saúde	Odontoprev
Serviços Diversos	Contax
Serviços Diversos	Abnote
Serviços Diversos	CSU CardSystem

<b>SEGMENTO</b>	<b>EMPRESA</b>
Serviços Diversos	DTCOM Direct
Serviços Diversos	Localiza
Siderurgia	ês Vill
Siderurgia	Aliperti
Siderurgia	Ferbasa
Siderurgia	Gerdau Met
Siderurgia	Sid Nacional
Siderurgia	Usiminas
Tecnologia da Informação	Ideiasnet
Tecnologia da Informação	Totvs
Tecnologia da Informação	Uol
Telefonia	Brasil T Par
Telefonia	Embratel Part
Telefonia	GVT Holding
Telefonia	Tele Nort CI
Telefonia	Telemar
Telefonia	Telemig Part
Telefonia	Telesp
Telefonia	Tim Part S/A
Telefonia	Vivo
Têxtil, Couro e Vestuário	Buettner
Têxtil, Couro e Vestuário	Cedro
Têxtil, Couro e Vestuário	Cia Hering
Têxtil, Couro e Vestuário	Cremer
Têxtil, Couro e Vestuário	Dohler
Têxtil, Couro e Vestuário	Fab C Renaux
Têxtil, Couro e Vestuário	Guararapes
Têxtil, Couro e Vestuário	Ind. Cataguas
Têxtil, Couro e Vestuário	Karsten
Têxtil, Couro e Vestuário	Le Lis Blanc
Têxtil, Couro e Vestuário	Marisol
Têxtil, Couro e Vestuário	Pettenati
Têxtil, Couro e Vestuário	Schlosser
Têxtil, Couro e Vestuário	Springs
Têxtil, Couro e Vestuário	Tecel S Jose
Têxtil, Couro e Vestuário	Teka
Transporte Aéreo	Gol
Transporte Aéreo	TAM S/A
Utilidades Domésticas	Nadir Figueiredo