

COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD Nº 31

"A ESTRUTURA EMPRESARIAL BRASILEIRA
E A ATUAÇÃO DO BNDE NO MERCADO DE
CAPITAIS

Ney O. Brito
E
Hélio Touriel*

Julho, 1979

* Coordenador de Economia e Finanças e Mestre do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro, respectivamente. Os autores agradecem os comentários de Virgílio Gibbon e Marcos Villela. Os eventuais erros remanescentes são de nossa responsabilidade.

I. INTRODUÇÃO

Como observado por Brito e Portela {⁴}, em economias fundamentadas no princípio da livre iniciativa deve-se esperar o desenvolvimento natural de um mercado de capital de risco. Dois princípios básicos levariam a este desenvolvimento :

- (a) - o princípio da especialização e separação entre administração e propriedade - existem agentes econômicos mais eficientes em administrar propriedade e capital identificando oportunidades de investimento promissoras enquanto outros agentes são mais eficientes em administrar operações de empresas criadas para explorar as oportunidades identificadas, os agentes identificadores de oportunidades de investimento são os capitalistas do sistema e os agentes que operam as empresas são os administradores do sistema - e
- (b) - o princípio da diversificação de risco - à medida em que eventuais únicos proprietários de firmas vendem frações de suas firmas e adquirem frações de outras firmas eles vão atingindo carteiras de ações diversificadas e com menor nível de risco.

O mercado de capitais seria o veículo que promoveria esta separação entre administração e propriedade e diversificação de risco. Mais ainda, à medida que a administração das empresas torna-se mais profissional e à medida que o nível agregado de risco diminui deve-se esperar que a economia obtenha ganhos de eficiência e esteja mais propensa a aceitar projetos de maior risco do tipo desenvolvimento de tecnologia. A relevância destes aspectos para o desenvolvimento econômico e social deve ser evidente.

Em relação a mercados financeiros, mercados acionários oferecem risco e uma rentabilidade esperada superior à taxa de renda fixa. Mercados acionários são pois mercados onde negocia-se risco contra rentabilidade esperada. Como

observado por Arrow {¹}, em quaisquer mercados de risco os problemas de "perigo moral" são significativos e Brito e Portela {⁴} discutem em detalhes estes problemas em contexto de mercados acionários. Ao colocarem ações de suas empresas junto ao público sem perder o controle, seus proprietários podem utilizar seu poder de controle para obter ganhos pessoais ainda que causando prejuízos à empresa. O objetivo geral deste trabalho é examinar o potencial de problemas de "perigo moral" no mercado brasileiro.

Para examinar tais problemas este trabalho estudará: (i) a distribuição do capital de empresas nacionais e sua capitalização no passado recente, (ii) a alavancagem do capital de grupos controladores e (iii) a separação entre administração e propriedade na estrutura empresarial brasileira. Os objetivos do primeiro item são evidentes, no segundo item o trabalho examina quantas unidades de capital são controladas por unidade de capital de grupo com maioria votante e no terceiro item o trabalho discute a proporção de diretores profissionais nas empresas da amostra. À medida em que existe grande alavancagem de capital controlador e pouca separação entre administração e propriedade o potencial de problemas de "perigo moral" no ambiente econômico tende a ser significativo. Infelizmente este é o caso brasileiro o que contribui para as dificuldades de desenvolvimento de nosso mercado acionário.

As conclusões deste estudo basearam-se em amostra de 168 empresas de porte médio para grande que formaram capital de risco via oferta pública ou via subscrições do sistema do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) no período 1973-1976. Esta é uma amostra de empresas que, na época, estavam bem próximas de abrir seu capital para negociações no mercado e muitas delas já são hoje negociadas no mercado. Por motivos evidentes este tipo de amostra é o mais relevante para estudos de desenvolvimento do mercado acionário e da estrutura empresarial nacional.

As características da amostra também permitem uma discussão explícita da atuação do BNDE no mercado acionário nacional. Observando as diferenças entre

os resultados das empresas subscritas pelo BNDE e os das empresas com ofertas públicas o trabalho prossegue para avaliar a eficiência do BNDE em selecionar empresas para subscrever. Os resultados não são animadores e mostram que as empresas subscritas pelo BNDE são mais endividadas e vêm sofrendo perdas de patrimônio líquido.

II - A AMOSTRA DE EMPRESAS

Este estudo examinou uma amostra de 168 empresas brasileiras de capital aberto ou em vias de abrir seu capital no período de 1973 a 1976. Existiram dois grupos básicos de empresas na amostra, um grupo de empresas que formaram capital de risco através de subsidiárias do BNDE e um grupo de empresas que formaram capital de risco via ofertas públicas registradas no Banco Central. O grupo associado a operações do BNDE teve 83 empresas e o grupo associado a ofertas públicas teve 85 empresas.

As empresas do grupo BNDE foram aquelas que tiveram ações subscritas pela IBRASA (Investimentos Brasileiros S/A), pela EMBRAMEC (Mecânica Brasileira S/A) e pela FIBASE (Insumos Básicos S/A). As empresas do grupo BNDE aparecem no Anexo I deste trabalho. Cada operação do sistema BNDE é suportada por relatório de análise desenvolvido por sua equipe operacional e catalogado no Deptº de Orçamento. Os dados das empresas do grupo BNDE foram coletados dos relatórios de análise no Deptº de Orçamento, nas bibliotecas da IBRASA e da EMBRAMEC e no Deptº de Documentação da FIBASE. A quase totalidade das operações das três subsidiárias foi coletada. Entretanto, algumas empresas e operações não puderam ser coletadas por falta de relatórios ou de informações razoavelmente completas. Estes casos foram poucos e não afetam a significância da amostra.

As empresas que formam capital de risco via oferta pública são obrigadas a apresentar informações padronizadas de acordo com a Resolução 214 do Banco Central, quando do registro do lançamento. Os relatórios da Resolução 214 eram arquivados pela Gerência de Mercado de Capitais (GEMEC) do Banco Central e estes arquivos foram transferidos para a Divisão de Registro de Emissão da Comissão de Valores Mobiliários. Todos os lançamentos do período 1973-1976 cujos registros estavam disponíveis até Setembro de 1978 na Comissão de Valores Mobiliários foram coletados para este trabalho. Adicionalmente, foram coletados os dados de alguns lançamentos diretamente do Banco Central. Três subgrupos de empresas formaram capital de risco via oferta pública: as ofertas públicas

sem incentivos fiscais com código de registro BC 300, as ofertas públicas com incentivos na área da SUDAM (Superintendência de Desenvolvimento da Amazônia) com código de registro BC 322 e as ofertas públicas com incentivos na área da SUDENE (Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste) com código BC 323 . As empresas e operações coletadas em cada subgrupo são apresentadas no Anexo II deste trabalho.

Para cada empresa foram coletados dados de balanço, dados de distribuição de capital e dados de composição de diretoria para o desenvolvimento deste trabalho. É conveniente destacar-se a diferença entre as amostras do BNDE e do Banco Central (BACEN). A amostra do BNDE inclui a quase totalidade das operações do banco enquanto a amostra do BACEN consiste em 85 registros de lançamento extraídos de um total de 193 registros de lançamentos efetuados no período 1974-1976. A representatividade da amostra do BNDE é óbvia¹ mas cabe discutir a representatividade da amostra do BACEN. A Tabela I apresenta para cada setor e para o agregado do BACEN o volume total subscrito no período 1974-1976 bem como a participação percentual de cada setor. A tabela também apresenta esta distribuição para a nossa amostra. A amostra representa um pouco menos da metade do volume total subscrito (1,13 de 2,6 bilhões) e a sua distribuição percentual foi muito próxima da distribuição do universo total . No conjunto total as subscrições BC 300 representaram 58,4% do volume subscrito e representam 51,3% das subscrições da amostra. Para as subscrições BC 322 os resultados foram de 6,1% e 8,8%, respectivamente e para as subscrições BC 323 os resultados foram de 35,5% e 39,9%, respectivamente. Esta proximidade entre a distribuição da amostra e a distribuição total suporta a representatividade de nossa amostra de lançamentos registrados no BACEN.

É importante observar que, no caso geral, os dados utilizados neste trabalho foram extraídos apenas dos relatórios de análise e suporte para decisões de subscrições, os relatórios de análise do BNDE e os relatórios da Resolução 214. Quando médias e outras variáveis são apresentadas por grupo (BNDE e BACEN) e por ano elas correspondem à amostra de empresas do grupo que incluiu aquele específico ano em relatório de análise submetido para fins de subscrição.

TABELA I

A DISTRIBUIÇÃO DAS OFERTAS PÚBLICAS COM REGISTRO
NO BANCO CENTRAL (TOTAL E AMOSTRA) NO PERÍODO 1974-1976

VARIÁVEL SETOR	MONTANTE SUBSCRITO		PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL	
	TOTAL	AMOSTRA	TOTAL	AMOSTRA
BACEN Consolidado	2567859,	1131694,	100,0	100,0
BC 300 (s/incentivos)	1499675,	580277	58,4	51,3
BC 322 (SUDAM)	155760,	99799	6,1	8,8
BC 323 (SUDENE)	912421,	451618	35,5	39,9

OBS. : Valores em Cr\$ 1.000,00

III - ALGUMAS CARACTERÍSTICAS GERAIS DAS OPERAÇÕES NO BNDE E DAS OFERTAS REGISTRADAS NO BACEN

Antes de prosseguir para analisar aspectos da estrutura empresarial brasileira convém discutir algumas das características gerais das operações do BNDE e das ofertas registradas no BACEN. Vamos aqui discutir os montantes subscritos em ações ordinárias e preferenciais, os preços de subscrição e a proporção do montante subscrito em preferenciais para as duas amostras de empresas.

As características gerais das operações do BNDE são apresentadas na Tabela II. A tabela apresenta o montante de ações preferenciais subscritas em sua coluna (1) e a média e o desvio padrão² do preço de subscrição de preferenciais nas colunas (2) e (3). As mesmas variáveis para subscrições em ordinárias são apresentadas nas colunas de (4) a (6) e a relação entre o montante subscrito em preferenciais e o montante subscrito em ordinárias é apresentada na coluna (7), a última da tabela. Os resultados são apresentados por subsidiária e por ano, por subsidiária consolidando-se todas as suas operações, por ano para o sistema BNDE agregando-se todas as suas subsidiárias e para o agregado do BNDE consolidando-se todas as suas operações em todos os anos.

Os resultados indicam que o BNDE vem subscrevendo preponderantemente ações preferenciais. Os resultados para o consolidado das operações do banco aparecem na última linha e indicam que o BNDE vem subscrevendo Cr\$ 3,20 de ações preferenciais por cruzeiro de ações ordinárias subscritas. Analisando-se o consolidado de cada subsidiária vemos que esta relação chega a Cr\$ 10,96 de preferenciais por cruzeiro de ordinárias para a EMBRAMEC sendo de Cr\$ 4,49 por cruzeiro para a IBRASA e de Cr\$ 1,56 por cruzeiro para a FIBASE. No período em estudo o BNDE subscreveu cerca de dois bilhões e cem milhões de cruzeiros em ações preferenciais e ordinárias, a FIBASE subscreveu 846 milhões, a IBRASA subscreveu 667 milhões e a EMBRAMEC subscreveu 580 milhões³.

Os resultados para as ofertas públicas de nossa amostra são apresentados na Tabela III. A estrutura desta tabela é idêntica à da tabela anterior e os resultados são apresentados por classificação do registro no BACEN-BC 322 incen

TABELA II

CARACTERÍSTICAS GERAIS DAS OPERAÇÕES DO BNDE

VARIÁVEL AMOSTRA	ANO	SUBSCRIÇÕES EM PREFERENCIAIS (1)	PREÇO SUBS. PREF. (3)		SUBSCRIÇÕES EM ORDINÁRIAS (4)	PREÇO SUBS. ORDINÁRIAS MÉDIA (5)		RELAÇÃO PREF/ORD (7)
			MÉDIA (2)	DESVIO (3)		DESVIO (6)	MÉDIA (5)	
IBRASA	74	122.780,	1,081	0,044	21.894,	1,072	0,102	5,61
	75	121.953,	1,042	0,031	55.219,	1,068	0,054	2,21
	76	300.425,	1,143	0,074	44.260,	1,042	0,041	6,79
IBRASA CONS.	74/76	545.158	1,104	0,041	121.373,	1,058	0,026	4,49
FIBASE	75	308.767	1,042	0,049	253.778,	1,514	1,529	1,22
	76	206.123,	0,922	0,081	77.139,	0,357	0,179	2,67
FIBASE CONS.	75/76	514.890,	0,982	0,047	330.917,	0,935	0,729	1,56
EMBRAMEC	75	187.526,	1,874	0,813	43.848,	1,000	0,000	4,28
	76	343.979	0,994	0,006	4.662,	1,000	0,000	73,78
EMBRAMEC CONS.	75/76	531.505,	1,522	0,481	48.510	1,000	0,000	10,96
BNDE	74	122.780,	1,081	0,044	21.894,	1,072	0,102	5,61
	75	618.246,	1,364	0,308	352.845,	1,219	0,543	1,75
	76	850.527,	1,039	0,044	126.061,	0,714	0,120	6,75
BNDE CONS.	74/76	1.591.553,	1,184	0,135	500.800,	0,994	0,279	3,18

Observações: (a) - Valores de Subscrições em Cr\$ mil,

(b) - As colunas (2) e (5) apresentam preços médios,
as colunas (3) e (6) apresentam desvios padrão.

TABELA III

AS CARACTERÍSTICAS DA AMOSTRA DE OFERTAS PÚBLICAS COM REGISTRO NO BANCO CENTRAL

VARIÁVEL AMOSTRA	ANO	SUBSCRIÇÕES EM PREFERENCIAIS (1)	PREÇO SUBS. PREF.		SUBSCRIÇÕES EM ORDINÁRIAS (4)	PREÇO SUBS: ORDINÁRIAS		RELAÇÃO PREF/ORD (7)
			MÉDIA (2)	DESVIO (3)		MÉDIA (5)	DESVIO (6)	
BC 322 (SUDAM)	74	14.750,	1,000	0,000	12.250,	1,000	0,000	1,20
	75	9.413,	1,000	0,000	586,	1,000	xxxxxx	16,06
	76	35.670,	1,000	0,000	27.130,	1,000	0,000	1,31
	74/76	59.833,	1,000	0,000	39.966,	1,000	0,000	1,50
BC 300 (SEM INCENT.)	73	12.000,	1,000	xxxxxx	7.000,	1,000	xxxxxx	1,71
	74	3.750,	1,000	xxxxxx	463,	1,000	0,000	8,10
	75	47.816,	1,000	0,000	38.859,	1,000	0,000	1,23
	76	321.554,	1,257	0,123	167.835,	0,911	0,199	1,92
BC 300 CONS.	73/76	385.120,	1,176	0,087	214.157,	0,950	0,107	1,80
BC 323 (SUDENE)	74	14.500,	1,000	0,000	17.220,	1,083	0,091	0,84
	75	21.256,	1,000	0,000	13.110,	1,000	0,000	1,62
	76	283.438,	1,000	0,000	102.094,	1,024	0,025	2,78
BC 323 CONS.	74/76	319.194,	1,000	0,000	132.424,	1,034	0,026	2,41
BC GERAL	73	12.000,	1,000	xxxxxx	7.000,	1,000	xxxxxx	1,71
	74	33.000,	1,000	0,000	29.933,	1,050	0,052	1,10
	75	78.485,	1,000	0,000	52.555,	1,000	0,000	1,49
	76	640.662,	1,093	0,047	297.059,	0,975	0,070	2,16
BC CONS.	73/76	764.147,	1,055	0,028	386.547,	0,998	0,037	1,98

Observações: Idem Tabela II.

tivos SUDAM), BC 300 (sem incentivos) e BC 323 (incentivos SUDENE). Os resultados indicam que as preferenciais também predominam em ofertas públicas do período 74-76. Como apresentado na última linha da tabela na amostra agregada, observou-se uma subscrição de Cr\$ 1,98 em preferenciais por cruzeiro subscrito em ordinárias. Esta relação foi razoavelmente estável para os diversos setores da amostra sendo de 2,41; 1,80 e 1,50 cruzeiros em preferenciais por cruzeiro em ordinárias para o BC 323, o BC 300 e o BC 322, respectivamente⁴. Em suma, não só a proporção de preferenciais tem sido menor em ofertas públicas mas tem sido mais estável do que a proporção em subscrições das subsidiárias do BNDE que variaram de 1,56 (FIBASE) a 10,96 (EMBRAMEC).

Cabe agora discutirmos as características de preços das subscrições das duas amostras. As características de preços de subscrições do BNDE em preferenciais e em ordinárias são apresentadas na Tabela II, nas colunas (2) e (3) e (5) e (6), respectivamente. Os resultados indicam que os preços médios de subscrição de ações preferenciais e ordinárias são de Cr\$ 1,18 e Cr\$ 0,99 respectivamente. Os desvios padrão em torno destas médias são de Cr\$ 0,14 e 0,28, respectivamente, ou seja, 2/3 das subscrições em preferenciais foram feitas a preços entre Cr\$ 1,04 e 1,32 e 2/3 das subscrições em ordinárias foram feitas a preços entre Cr\$ 0,71 e Cr\$ 1,28.

As características de preços de ações preferenciais e ordinárias subscritas em ofertas públicas registradas no Banco são apresentadas na coluna (2) e (3) e (5) e (6) da Tabela III, respectivamente. Os preços médios de subscrições em preferenciais e ordinárias foi de Cr\$ 1,06 e 1,00, respectivamente. Os desvios padrão são de Cr\$ 0,03 e 0,04, respectivamente, ou seja, 2/3 das preferenciais foram subscritas no intervalo Cr\$ 1,03 - 1,09 e 2/3 das ordinárias no intervalo Cr\$ 0,96 - 1,04.

Os preços de subscrições do BNDE e da amostra de registros no BACEN oscilam em volta de Cr\$ 1,00. Os preços do BNDE são mais variáveis que os de ofertas BACEN, estes últimos se concentram em um intervalo bastante estreito em torno de Cr\$ 1,00. Os resultados suportam a mística de que "ação subscrita no Brasil vale Cr\$ 1,00". O valor econômico de um lote de ações é o valor da fração da

firma que ele representa. Para que o mito da "ação subscrita vale Cr\$ 1,00" tivesse fundamento econômico seria necessário que as quantidades de ações das empresas sempre se ajustassem de modo a representar o valor das empresas. Se o valor de uma empresa é de Cr\$ 5 milhões ela deveria sempre se ajustar de modo a ter 5 milhões de ações em circulação. É difícil admitirmos que este ajuste - quantidade venha sempre sendo seguido pelas empresas o que nos leva à conclusão de que o processo de determinação de preços de subscrição no Brasil não parece ser muito eficiente. Um sistema que talvez devesse ser experimentado é o sistema francês de leilões com ofertas lacradas⁵.

IV - A ESTRUTURA E DISTRIBUIÇÃO DO CAPITAL DE EMPRESAS

Basicamente uma empresa pode se capitalizar de duas formas: via empréstimos e via formação de patrimônio líquido. A capitalização através de empréstimos e endividamento apresenta vantagens fiscais⁶, aumenta o nível de risco do capital acionário⁷ e alavanca o capital controlador da empresa⁸. A capitalização através da formação de patrimônio líquido pode ser feita através da melhoria dos resultados operacionais ou através de subscrições de capital social e diminui o nível de risco do capital acionário da empresa. Nesta seção do trabalho examinaremos as características da capitalização das empresas de nossa amostra no período 1972-1976.

Neste período o primeiro aspecto a ser discutido seria a distribuição da capitalização em empréstimos e patrimônio líquido. Examinando-se os balanços das empresas da amostra pode-se obter o seu nível de empréstimos e de patrimônio líquido em cada ano. O nível de empréstimos em um ano menos o nível de empréstimos no ano anterior nos dá o volume de empréstimos captados no ano, uma variável que denotaremos por ΔE . Da mesma forma o nível de patrimônio líquido em um ano menos o nível de patrimônio líquido no ano anterior nos dá a formação de patrimônio líquido no ano, uma variável que denotaremos por ΔPL . A capitalização total da empresa no ano será $\Delta E + \Delta PL$ e a proporção da captação de empréstimos na capitalização total da empresa será dada pela razão $\Delta E / (\Delta E + \Delta PL)$. Esta foi a razão utilizada neste trabalho para examinar a evolução da estrutura de capital das empresas de nossa amostra.

É interessante discutir algumas propriedades da razão de endividamento $\Delta E / (\Delta E + \Delta PL)$. Observe que ela é uma razão de fluxo, isto é, ela evidencia a proporção de endividamento na capitalização do ano e não a proporção de empréstimos na capitalização total da empresa. Sendo uma razão de fluxo ela é mais adequada para o exame da evolução ano a ano da capitalização das empresas⁹. Observe também que se a formação de patrimônio líquido em um ano for igual à captação de empréstimos então a razão $\Delta E / (\Delta E + \Delta PL)$ assume o valor 0,5 e se a formação de patrimônio líquido for negativa ela assume um valor superior a 1,0. Em suma, a razão estando entre 0 e 0,5 indicará uma predominância da capitalização

na formação de patrimônio líquido, a razão estando entre 0,5 e 1,0 indicará uma predominância de capitalização via empréstimos com acréscimos no patrimônio líquido e a razão sendo maior que 1,0 indicará a predominância de capitalização via empréstimos com decréscimos e perdas de patrimônio líquido.

A evolução da razão de endividamento das empresas com operações no BNDE é apresentada na Tabela IV para cada ano e para cada subsidiária bem como para o sistema BNDE consolidado. As operações do IBRASA tiveram médias anuais que oscilam entre 0,59 (em 1973) e 1,16 (em 1976) apresentando sensíveis acréscimos em 1974 e em 1976 onde atingiu os valores de 0,85 e 1,16, respectivamente. Em palavras, as empresas do IBRASA têm sido capitalizadas predominantemente via empréstimos e em 1976 existiu perda de patrimônio líquido em suas empresas¹⁰. As médias da EMBRAMEC elevaram-se de 0,55 em 1972 a 0,77 em 1974 e reduziu-se a 0,21 em 1976. Na EMBRAMEC existiu um rápido crescimento na proporção de endividamento em 1974 e 1975 e uma rápida queda nesta razão em 1976. Com exceção em 1976, os resultados indicam que as empresas objeto de operações da EMBRAMEC vêm se capitalizando predominantemente via empréstimos. Os resultados para o consolidado do sistema BNDE seguem as mesmas linhas dos resultados do IBRASA, a razão média é sempre superior a 0,5 e sofre grandes acréscimos em 1974 e em 1976 onde atinge os valores de 0,82 e 1,19, respectivamente. Em palavras, as empresas objeto de subscrições do sistema BNDE vêm se capitalizando predominantemente via empréstimos e em 1976 sofreram perdas de patrimônio líquido, em media¹¹.

A evolução da proporção de endividamento das empresas com subscrições via ofertas públicas registradas no Banco Central (BACEN) é apresentada na Tabela V por ano, por grupo de operações e para o consolidado do BACEN. A proporção oscilou entre 0,43 e 0,56 para ofertas na área da SUDAM, entre 0,37 e 0,65 para ofertas sem incentivos e entre 0,28 e 0,67 para ofertas na área da SUDENE. Para o consolidado das ofertas públicas a proporção de endividamento mostrou-se muito estável oscilando entre 0,49 e 0,62. Em palavras, os resultados sugerem que as empresas com registro de ofertas públicas vêm se capitalizando um pouco mais através de empréstimos do que formando patrimônio líquido¹².

É interessante comparar alguns dos resultados do BACEN e do BNDE. À exceção de 1972 as razões médias de endividamento das empresas inscritas pelo

TABELA IV

A EVOLUÇÃO DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS COM OPERAÇÕES NO BNDE

SETOR	ANOS	1972	1973	1974	1975	1976
IBRASA	MÉDIA	0,6039	0,5888	0,8577	0,6201	1,1608
	DESVIO	0,0722	0,0476	0,1656	0,0450	-
FIBASE	MÉDIA	-	-	-	0,3972	1,4682
	DESVIO	-	-	-	0,0559	0,5680
EMBRAMEC	MÉDIA	0,5506	0,6774	0,7732	0,7311	0,2085
	DESVIO	-	0,0855	0,0545	0,0752	0,1934
B N D E CONSOLIDADO	MÉDIA	0,5991	0,6154	0,8270	0,6377	1,1855
	DESVIO	0,0652	0,0411	0,1054	0,0412	0,4175

Observações:

(i) - O endividamento foi medido pela razão $\Delta E/\Delta E + \Delta PL$ onde: ΔE = captação de empréstimos no ano = Empréstimos no ano (I+1) - Empréstimos no ano (I) ΔPL = formação de patrimônio líquido (PL) no ano = PL no ano (I+1) - PL no ano (I).(ii) - Para cada grupo de operações a tabela apresenta a média e o desvio padrão das observações da razão $\Delta E/\Delta E + \Delta PL$ no grupo.

TABELA V

A EVOLUÇÃO DO ENDEVIMENTO DAS EMPRESAS COM OFERTAS PÚBLICAS REGISTRADAS NO BANCO CENTRAL

SETOR	ANOS		1972	1973	1974	1975	1976
	MÉDIA	DESVIO					
BC 322 (SUDAM)	MÉDIA		0,4279	0,5438	0,4664	0,5602	-
	DESVIO		0,2257	0,1205	0,1564	0,2474	-
BC 300 (OFERTAS PUBL.S/IN- CEN.)	MÉDIA		-	0,3739	0,5373	0,6513	0,5896
	DESVIO		-	0,1195	0,1170	0,0825	0,2168
BC 323 (SUDENE)	MÉDIA		0,6680	0,5346	0,5515	0,2847	0,5379
	DESVIO		0,1325	0,0922	0,0825	0,0610	0,2200
BANCO CEN- TRAL CONS.	MÉDIA		0,6166	0,4928	0,5378	0,5245	0,5724
	DESVIO		0,1113	0,0625	0,0606	0,0642	0,1465

Observações: Idem Tabela IV

BNDE foram sempre superiores às razões médias do endividamento das empresas com ofertas públicas registradas no BACEN. Não só as empresas do BNDE são mais endividadas mas no último ano da amostra (1976) a proporção média de endividamento atingiu o dobro da proporção média do BACEN, ou seja, elas são muito mais endividadas. No ano de 1976 as empresas subscritas pelo BNDE sofreram inclusive perdas de patrimônio líquido, como observado anteriormente. Finalmente, observe que as taxas médias de endividamento oscilam menos no BACEN do que no BNDE, os intervalos de variação foram de 0,49/0,62 e de 0,60/1,19, respectivamente.

Cabe agora prosseguir para o exame da distribuição do capital de risco das empresas nas duas amostras. Tanto os relatórios das operações de subscrição do BNDE quanto os relatórios de registro de ofertas no BACEN contêm informações com relação ao montante e à distribuição do capital votante (ordinário) e do capital não-votante (preferencial) das empresas. A distribuição do capital é detalhada a nível de participações individuais e somando-se as participações dos indivíduos de uma mesma família¹³ pode-se obter a participação do grupo majoritário no capital ordinário e no capital preferencial.

A proporção do grupo majoritário nos dois tipos de capital nas empresas subscritas pelo sistema BNDE é apresentada na Tabela 6. Mais precisamente, a tabela apresenta a participação média e o desvio padrão das observações para cada subsidiária e para o agregado do BNDE, por ano e consolidado para todo o período. Os resultados indicam que nas empresas subscritas pelo IBRASA o grupo majoritário detem 68,9% do capital ordinário e 28,8% do capital preferencial. Como os desvios padrão foram de 3,1% e 6,5%, respectivamente, pode-se afirmar que 2/3 das empresas tiveram participações do grupo majoritário entre 65,8% e 72% no capital ordinário e entre 23,3 e 35,3% no capital preferencial¹⁴. Para a EMBRAMEC as participações médias no capital ordinário e preferencial foram de 73,6% e 53,4% com desvios padrão de 5,5% e 35%, respectivamente. Para a FIBASE as participações médias no capital ordinário e preferencial foram de 62,5% e 27% com desvios padrão de 8,6% e 17,8%, respectivamente. Os resultados para o sistema BNDE consolidado indicam que 2/3 de suas empresas são controladas com participações entre 65,7 e 71,3% do capital votante sendo a participação majoritária média de 68,5%. As participações de majoritários em preferenciais situou-se entre 25,7% e 38,1%

TABELA VI

DISTRIBUIÇÃO DO CAPITAL DE RISCO NAS EMPRESAS SUBSCRITAS PELO BNDE

RAZÃO VARIÁVEL AMOSTRA	ANO	% MAJORITÁRIA NO CAPITAL VOTANTE		% MAJORITÁRIA NO CAPITAL PREFEREN.		PROPORÇÃO DE AÇÕES PREFERENC. CAP. SOCIAL	
		MÉDIA	DESVIO	MÉDIA	DESVIO	MÉDIA	DESVIO
IBRASA	74	68,760	11,490	20,865	0,190	0,272	0,110
	75	67,233	4,745	24,988	16,129	0,475	0,028
	76	69,802	4,449	32,643	8,748	0,408	0,056
IBRASA CONS.	74/76	68,882	3,127	28,776	6,461	0,402	0,036
	75	75,247	14,056	29,500	40,305	0,364	0,090
	76	55,271	11,289	24,500	34,648	0,367	0,078
FIBASE CONS.	75/76	62,535	8,592	27,000	17,795	0,365	0,057
	75	64,230	2,994	35,585	50,324	0,219	0,101
	76	81,331	9,054	95,000	-	0,092	0,062
EMBRAMEC CONS.	75/76	73,558	5,468	55,390	34,950	0,184	0,074
	74	58,760	11,490	20,865	0,190	0,272	0,110
	75	68,235	3,595	28,345	11,513	0,353	0,048
BNDE	76	68,640	4,183	36,482	9,065	0,355	0,040
	74/76	68,514	2,751	31,940	6,271	0,347	0,030

FONTE: Relatórios de Análise do BNDE (DEIOR).

para 2/3 das empresas sendo a participação média de 31,9%.

A participação dos grupos majoritários em ações ordinárias e preferenciais de empresas objeto de oferta pública registrada no Banco Central é apresentada na Tabela 7. A tabela apresenta médias e desvios padrão por tipo de registro e para o agregado do BACEN, por ano e consolidado para o período estudado¹⁵. A participação média dos grupos majoritários no capital votante das empresas foi de 71,4%; 57,3% e 60,4% para ofertas públicas BC 322 (SUDAM), BC 300 (sem incentivos) e BC 323 (SUDENE), respectivamente. Para o consolidado do BACEN, em 2/3 das empresas a participação dos grupos majoritários no capital ordinário esteve entre 56,8 e 65,3% sendo a participação média de 60%. A participação dos grupos majoritários no capital preferencial esteve entre 20,6 e 48,2% em 2/3 das observações sendo a participação média de 34,4%.

A proporção de ações preferenciais no capital social das empresas subscritas pelo BNDE e nas empresas objeto de ofertas públicas são também apresentadas nas Tabelas 6 e 7, respectivamente. As empresas do BNDE tiveram, em média, 34,7% de seu capital em ações preferenciais. As empresas da EMBRAMEC, da IBRASA e da FIBASE tiveram, em média 18,4%; 40,2% e 36,5% de seu capital em ações preferenciais, respectivamente. As empresas objeto de ofertas registradas no ... BACEN tiveram, em média, 46,3% de seu capital em ações preferenciais. Esta proporção foi de 36,7%; 55,7; e 34,6% para as ofertas na área da SUDAM, na área da SUDENE e para as ofertas sem incentivos, respectivamente. Como as áreas incentivadas permitem anormalidades¹⁶ com relação à proporção de preferenciais é significativo comparar-se apenas as ofertas públicas sem incentivos (BC 300) com as subscrições do BNDE. A proporção de preferenciais nestes dois casos foi literalmente idêntica: 34,6% e 34,7%, respectivamente. Isto indica que o tratamento de preferenciais nas duas amostras foi idêntico no período estudado¹⁷.

A similaridade entre os resultados obtidos para o BACEN e os resultados obtidos para o BNDE é muito grande. As participações médias do grupo controlador no capital ordinário (61 e 68,5%) e no capital preferencial (34,4 e 31,9%) são bastante próximas. As principais conclusões são idênticas para as duas amostras e seriam: (i) o controle das empresas de nossa amostra é exercido com uma

TABELA VII

DISTRIBUIÇÃO DO CAPITAL DE RISCO DAS EMPRESAS COM OFERTAS PÚBLICAS REGISTRADAS NO BANCO CENTRAL

RAZÃO VARIÁVEL	ANO	% MAJORITÁRIA NO CAPITAL VOTANTE		% MAJORITARIA NO CAPITAL PREFEREN.		PROPORÇÃO DE AÇÕES PREFERENC. CAP. SOCIAL	
		MÉDIA	DESVIO	MÉDIA	DESVIO	MÉDIA	DESVIO
BC 322 (SUDAM)	74 75 76	42,945 68,175 87,305	44,257 43,805 2,875	- - -	- - -	0,677 0,195 0,311	0,074 0,276 0,132
BC 322 CONS.	74/76	71,432	11,609	-	-	0,367	0,099
BC 300 (S/INCENT.)	74 75 76	75,230 58,240 55,284	- 16,362 7,861	- - 41,046	- - 25,964	0,000 0,408 0,369	0,000 0,090 0,052
BC 300 CONS.	74/76	57,329	6,808	41,046	25,964	0,346	0,046
BC 323 (SUDENE)	74 75 76	81,896 58,690 51,377	6,705 20,682 8,075	24,450 - -	4,610 - -	0,702 0,476 0,536	0,045 0,096 0,062
BC 323 CONS.	74/76	60,378	6,194	24,450	4,610	0,557	0,042
BC	74 75 76	74,262 60,320 56,983	8,119 11,198 5,303	24,450 - 41,046	4,610 - 25,974	0,581 0,419 0,447	0,087 0,062 0,041
BC CONS.	74/76	61,020	4,244	34,408	13,803	0,463	0,032

FONTE: Banco Central (GEMEC) e Comissão de Valores Mobiliários (registro) - Resolução 214.

participação de cerca de 65% do capital ordinário, (ii) a participação dos grupos majoritários no capital preferencial das empresas é mais reduzido do que sua participação no capital ordinário sendo da ordem de apenas 33% e (iii) a proporção de ações preferenciais no capital social das empresas é elevada sendo da ordem de 35%. Estas conclusões com relação à distribuição do capital de risco das empresas acrescentam-se à conclusão inicial de que as empresas vêm formando capital predominantemente via endividamento no passado recente.

Estas conclusões têm implicações profundas para o desenvolvimento de mercados acionários no Brasil. Se o grupo majoritário detém mais do que 50% do capital votante de uma empresa ele não precisa ter qualquer preocupação com a eficiência de operações de sua empresa pois os demais acionistas não têm qualquer possibilidade de demiti-lo, na terminologia do mercado ele não está exposto à disciplina do mercado. É preciso ainda reconhecer que o grupo majoritário médio ao deter o controle da empresa com 65% do capital votante tem a sua disposição inúmeras alternativas de distribuir os lucros e resultados da empresa de forma a beneficiar-se diretamente ainda que prejudicando aos acionistas minoritários. Estes benefícios constituem uma remuneração indireta que Brito e Portela {⁴} denominam "dividendos de controle" distribuídos pelo grupo controlador. Além do risco de perdas gerais de eficiência os minoritários ficam expostos ao risco de manipulação da distribuição dos resultados da empresa. A conclusão de que as empresas vêm formando capital predominantemente via empréstimos e a conclusão de que a proporção de preferenciais no capital das empresas é elevada complicam ainda mais este quadro¹⁸. Ao se endividarem as empresas aumentaram o risco de eventualmente não remunerarem ou remunerarem de forma inadequada o seu capital acionário. Uma remuneração direta inadequada pode ser satisfatória para o acionista majoritário que dispõe de alternativa de remuneração indireta através da distribuição de dividendos de controle mas não será satisfatória para o acionista minoritário que não tem estas alternativas.

Não se pode deixar de constatar que as características de formação e distribuição de capital de empresas no Brasil elevam o risco carregado pelos acionistas minoritários que detêm ações das empresas. A consequência imediata é a compressão de preços e dificuldades de desenvolvimento de mercados acionários.

V - A ALAVANCAGEM DO CAPITAL CONTROLADOR

Os resultados do capítulo anterior mostram que o capital das empresas brasileiras é mal distribuído e que existe o potencial de práticas de remuneração indireta e dividendos de controle na estrutura empresarial brasileira. Para melhor avaliar a significância destas práticas é relevante examinar o grau de alavancagem do capital controlador das empresas brasileiras. Ao se endividar e lançar ações preferenciais o capital controlador aumenta o volume de recursos e bens sob sua administração sem diluir sua participação no capital ordinário votante das empresas. Na terminologia de finanças, ao tomar estas medidas o capital controlador se alavanca. Quanto mais alavancado o capital controlador maior o potencial de práticas de dividendos de controle.

Cabe agora discutir e propor medidas da alavancagem do capital controlador. Considerando-se que o capital majoritário controla o patrimônio líquido das empresas duas medidas podem ser propostas:

(i) Capital Votante do Grupo Controlador/Patrimônio Líquido - esta medida nos dá a proporção do Patrimônio Líquido com a qual controle é exercido e

(ii) Capital Total do Grupo Controlador/Patrimônio Líquido - esta medida nos dá a proporção que o capital total do grupo controlador (ordinário + preferencial) representa em relação ao Patrimônio Líquido da empresa.

Apesar destas duas medidas serem indicativas do grau de alavancagem do capital controlador das empresas não se pode deixar de observar suas limitações. A principal delas decorre do capital majoritário controlar a capitalização total das empresas, isto é, patrimônio líquido mais empréstimos. Medidas mais adequadas do grau de alavancagem do capital controlador seriam pois:

(iii) Capital Votante do Grupo Controlador/Patrimônio Líquido + Empréstimos - esta medida nos diz com que proporção da capitalização total da empresa o controle é exercido e

(iv) Capital Total do Grupo Controlador/Patrimônio Líquido + Empréstimos - esta medida nos dá a proporção que o capital total do grupo controlador (ordinário + preferencial) representa em relação à capitalização total da empresa.

Apesar destas duas últimas medidas de alavancagem do capital controlador pareceram mais adequadas, este capítulo prossegue para examinar as empresas subscritas pelo BNDE e as empresas objeto de ofertas públicas registradas no Banco Central utilizando todas as quatro medidas descritas.

As medidas de alavancagem do capital controlador para as empresas subscritas pelo BNDE são apresentadas na Tabela VIII¹⁹. A tabela apresenta a média e o desvio padrão de cada medida por ano e por subsidiária do BNDE bem como o consolidado por subsidiária, por ano e total para todo o sistema BNDE. Os resultados para o consolidado do BNDE em todo o período mostram que, em média, o capital votante do grupo controlador representava 28,1% do patrimônio líquido e 10,3% da capitalização total (patrimônio líquido + empréstimos) das empresas. O capital total do grupo controlador (ordinárias + preferenciais) representou, em média, 34,9% do patrimônio líquido e 12,8% da capitalização total das empresas. Em palavras, uma unidade de capital majoritário votante controla cerca de 10 (dez) unidades de capital à disposição da firma e uma unidade de capital do grupo majoritário (votante e não-votante) controla cerca de 8 (oito) unidades de capital à disposição da firma. O grau de alavancagem do capital controlador das empresas subscritas pelo BNDE foi pois significativo.

Os resultados obtidos para as empresas objeto de ofertas públicas registradas no BACEN são apresentados na Tabela IX. Os resultados para o consolidado do BACEN no período indicam que o capital votante do grupo controlador representava, em média, 22,4% do patrimônio líquido e 7,6% da capitalização total das empresas. O capital total do grupo controlador (ordinárias + preferenciais) representava, em média, 34,8% do patrimônio líquido e 12,9% da capitalização total das empresas. Em palavras, uma unidade de capital majoritário votante controla cerca de 13 (treze) unidades de capital à disposição da firma e uma unidade de capital do grupo majoritário (votante e não-votante) controla cerca de 8 (oito) unidades de capital à disposição da firma.

Os resultados para as duas amostras foram idênticas em gênero e quase idênticos em número²⁰. O capital controlador das empresas é alavancado a níveis e

TABELA VIII

ALAVANCAGEM DO GRUPO CONTROLADOR NAS EMPRESAS SUBSCRITAS PELO BNDE

VARIÁVEL AMOSTRA	ANO	CAP. VOTANTE G. CONTR. PATRIMÔNIO LÍQUIDO		CAP. TOTAL G. CONTR. PATRIMÔNIO LÍQUIDO		CAP. VOTANTE G. CONTR. PATR. LIQ. + EMPREST.		CAP. TOTAL G. CONTR. PATR. LIQ. + EMPREST.	
		MEDIA	DESVIO	MEDIA	DESVIO	MEDIA	DESVIO	MEDIA	DESVIO
IBRASA	74	0.474	0.242	0.520	0.199	0.124	0.001	0.141	0.018
	75	0.183	0.086	0.278	0.212	0.066	0.017	0.096	0.058
IBRASA CONS.	74/75	0.329	0.129	0.399	0.126	0.095	0.020	0.119	0.025
	75	0.203	-	0.207	-	0.105	-	0.107	-
FIBASE	76	0.295	0.239	0.427	0.426	0.119	0.094	0.172	0.169
	75/76	0.264	0.125	0.354	0.231	0.114	0.047	0.150	0.088
EMRAMEC	75	0.139	-	0.139	-	0.098	-	0.098	-
	75	0.139	-	0.139	-	0.098	-	0.098	-
BNDE	74	0.474	0.242	0.520	0.199	0.124	0.001	0.141	0.018
	75	0.177	0.032	0.225	0.080	0.084	0.013	0.100	0.019
	76	0.295	0.239	0.427	0.426	0.119	0.094	0.172	0.169
BNDE CONS.	74/76	0.281	0.070	0.349	0.091	0.103	0.016	0.128	0.028

Observação: Para manter consistência comparativa entre as diversas variáveis os resultados incluem apenas as empresas com dados suficientes para a obtenção de todas as variáveis.

TABELA IX

A ALAVANCAGEM DO CAPITAL CONTROLADOR NAS EMPRESAS OBJETO DE OFERTAS PÚBLICAS REGISTRADAS NO BANCO CENTRAL

VARIÁVEL AMOSTRA	ANO	CAP. VOTANTE G. CONTR. PATRIMÔNIO LÍQUIDO		CAP. TOTAL G. CONTR. PATRIMÔNIO LÍQUIDO		CAP. VOTANTE G. CONTR. PATR. LIQ. + EMPREST.		CAP. TOTAL G. CONTR. PATR. LIQ. + EMPREST.	
		MÉDIA	DESVIO	MÉDIA	DESVIO	MÉDIA	DESVIO	MÉDIA	DESVIO
BC 300	76	0.219	0.006	0.285	0.085	0.049	0.044	0.055	0.036
BC 323	74	0.229	0.069	0.411	0.086	0.103	0.015	0.189	0.046
B. CENTRAL	74	0.229	0.069	0.411	0.086	0.103	0.015	0.189	0.046
	76	0.219	0.006	0.285	0.085	0.049	0.044	0.055	0.036
B. CENTRAL CONS.	74/76	0.224	0.023	0.347	0.058	0.076	0.023	0.122	0.049

Observação: Idem Tabela VIII

levados tanto na amostra do BNDE quanto na amostra do BACEN. Os níveis de alavancagem sugerem que o potencial de prática de remuneração indireta e de dividendos de controle é grande na estrutura empresarial brasileira pois esta alavancagem é conjugada a elevadas participações do grupo majoritário no capital votante.

VI - A SEPARAÇÃO ENTRE ADMINISTRAÇÃO E PROPRIEDADE

O quadro de elevada participação dos grupos majoritários no capital votante das empresas e altos níveis de alavancagem do capital controlador dificulta o desenvolvimento de mercados acionários no ambiente econômico. Talvez se pudesse argumentar que estas dificuldades não seriam significativas se existisse uma grande separação entre a administração e a propriedade das empresas. Se a administração da empresa é exercida por técnicos e profissionais não diretamente ligados ao grupo majoritário pode-se pensar em argumentar que suas decisões serão fundamentadas em princípios técnicos sem vinculação com os interesses dos capitalistas majoritários. Para examinar esta possibilidade este capítulo prossegue para estudar o grau de separação entre a administração e a propriedade das empresas de nossas duas amostras.

Duas relações foram examinadas: (i) a relação entre o número de diretores membros do grupo majoritário e o número total de diretores da empresa e (ii) a relação entre o número de diretores membros do grupo majoritário e o número de sócios no grupo majoritário. A primeira relação mede a participação dos sócios majoritários na diretoria da empresa e a segunda relação mede a proporção dos sócios majoritários que participam da administração da empresa.

Os resultados obtidos para a amostra de empresas subscritas pelo BNDE são apresentadas na Tabela X. Os resultados indicam que em média 69% da diretoria das empresas é composta por sócios majoritários e 2/3 das empresas da amostra tiveram entre 65% e 73% de sua diretoria composta por sócios majoritários. Os resultados para as subsidiárias foram da mesma ordem de grandeza e as participações médias de sócios majoritários na diretoria das empresas da IBRASA, da EMBRAMEC e da FIBASE foi de 70%, 72% e 57%, respectivamente. Adicionalmente a tabela mostra que na amostra, em média, 53% dos sócios majoritários eram diretores e esta proporção esteve entre 48% e 57% para 2/3 das empresas da amostra.

Os resultados para as empresas com ofertas públicas registradas no BACEN são apresentadas na Tabela XI. Eles indicam que, em média, 76% da diretoria das empresas é integrada por sócios majoritários e esta proporção esteve entre 72%

TABELA X

A SEPARAÇÃO ENTRE A ADMINISTRAÇÃO E A PROPRIEDADE NAS EMPRESAS SUBSCRITAS PELO BNDE

RAZÃO	ANO	Nº DIR. MAJORITÁRIOS		Nº DIR. MAJORITÁRIOS	
		MÉDIA	DESVIO	MÉDIA	DESVIO
VARIÁVEL					
AMOSTRA					
	74	0.728	0.135	0.521	0.093
	75	0.754	0.122	0.635	0.111
	76	0.661	0.080	0.519	0.077
	74/76	0.701	0.056	0.549	0.051
IBRASA CONS.					
	75	0.321	0.252	0.369	0.420
	76	0.733	0.216	0.808	0.132
	75/76	0.568	0.168	0.632	0.173
FIBASE					
	75	0.712	0.081	0.366	0.148
	76	0.733	0.188	0.494	0.227
	75/76	0.721	0.077	0.417	0.114
EMBRAMEC					
	74	0.728	0.135	0.521	0.093
	75	0.684	0.075	0.482	0.087
	76	0.685	0.063	0.557	0.067
	74/76	0.690	0.043	0.526	0.046
EMBRAMEC CONS.					
	74	0.728	0.135	0.521	0.093
	75	0.684	0.075	0.482	0.087
	76	0.685	0.063	0.557	0.067
	74/76	0.690	0.043	0.526	0.046
BNDE					
	74	0.728	0.135	0.521	0.093
	75	0.684	0.075	0.482	0.087
	76	0.685	0.063	0.557	0.067
	74/76	0.690	0.043	0.526	0.046
BNDE CONS.					
	74	0.728	0.135	0.521	0.093
	75	0.684	0.075	0.482	0.087
	76	0.685	0.063	0.557	0.067
	74/76	0.690	0.043	0.526	0.046

TABELA XI

A SEPARAÇÃO ENTRE A ADMINISTRAÇÃO E A PROPRIEDADE NAS EMPRESAS COM OFERTAS PÚBLICAS REGISTRADAS NO BCO. CENTRAL

RAZÃO VARIÁVEL AMOSTRA	ANO	Nº DIR. MAJORITÁRIOS Nº TOTAL DIRETORES		Nº DIR. MAJORITÁRIOS Nº SOCIOS MAJORITÁRIOS	
		MEDIA	DESVIO	MEDIA	DESVIO
BC 322	74	0.750	0.353	-	-
	75	1.000	0.000	0.533	0.188
	76	0.916	0.102	0.703	0.197
BC 322 CONS.	74/76	0.892	0.080	0.635	0.119
BC 300 (S/INCENT.)	74	1.000	-	1.000	-
	75	0.904	0.116	0.678	0.252
	76	0.834	0.083	0.564	0.084
BC 300 CONS.	74/76	0.859	0.063	0.615	0.075
BC 323 (SUDENE)	74	0.595	0.207	0.288	0.092
	75	0.845	0.124	0.350	0.077
	76	0.665	0.093	0.375	0.070
BC 323 CONS	74/76	0.677	0.073	0.352	0.050
B. CENTRAL	74	0.666	0.150	0.377	0.123
	75	0.894	0.064	0.496	0.084
	76	0.742	0.062	0.465	0.053
B. CENTRAL CONS.	74/76	0.756	0.048	0.455	0.042

e 80% para 2/3 das empresas. A proporção para empresas objeto de ofertas sem incentivos fiscais, na área da SUDAM e na área da SUDENE foi de 86%, 89% e 68%, respectivamente. A tabela também indica que, em média, 46% dos sócios majoritários eram diretores e esta proporção esteve entre 42% e 50% para 2/3 das empresas da amostra.

Os resultados para as duas amostras sugerem que a mistura entre a administração e propriedade tem sido ligeiramente superior nas empresas objeto de ofertas públicas registradas no BACEN. As implicações dos resultados são entretanto idênticas. Eles indicam que cerca de 70% da diretoria das empresas é integrada por sócios diretores. O quadro é de grande mistura entre administração e propriedade na estrutura empresarial brasileira. A este quadro acrescentem-se as conclusões de que os níveis de concentração e alavancagem do capital controlador são elevados. Esta conjuntura dificulta a condução da política econômica, em geral, e dificulta o desenvolvimento de mercados acionários, em particular. As dificuldades são essencialmente causadas pelo potencial de práticas de remuneração indireta e dividendos de controle. Observe que ganhos de capital não são taxados no Brasil. A estrutura de propriedade favorece pois a redistribuição dos resultados das empresas de modo a aumentar os ganhos de capital não sujeitos a impostos dos empresários²¹.

VII - O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO E A ATUAÇÃO DO BNDE

Qualquer análise do mercado acionário brasileiro deve cobrir os segmentos primário e secundário. Se analisarmos o mercado da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro de 1973 a 1977 pode-se observar que o número de corretoras ativas no mercado²² reduziram-se de 83 em 1973 para 68 em 1977. Isto dá uma indicação do grau de dificuldade da atuação privada no segmento secundário do mercado brasileiro que apresenta tendência de leve retração em termos de volume financeiro real negociado.

Cabe agora discutir as características do mercado primário. O volume de subscrições em ofertas públicas foi apresentado na Tabela I logo no início deste trabalho. O volume de ofertas públicas registradas no BACEN no período 1974-1976 foi de aproximadamente 2,6 bilhões de cruzeiros sendo 1,5 bilhões de ofertas sem incentivos e 1,1 bilhões em ofertas incentivadas nas áreas da SUDAM e da SUDENE. O volume de subscrições do BNDE no período 1974-1976 é apresentado na Tabela II e montou a aproximadamente 2,1 bilhões de cruzeiros. As subscrições do BNDE representaram 140% do volume de ofertas públicas não incentivadas e 81% do total de ofertas públicas no período 1974-1976. A presença do Estado no segmento primário do mercado acionário, através do BNDE, foi significativa.

A conjuntura do mercado de intermediários financeiros do setor de capital de risco é pois difícil. No segmento secundário os intermediários fazem a face a um mercado financeiramente difícil. No segmento primário os intermediários fazem face à direita concorrência do BNDE e do Governo. Resta analisar a eficiência com que o BNDE vem atuando no mercado acionário. Ele tem sido mais ou menos eficiente que os intermediários privados em selecionar empresas para fins de capitalização?

Através da maior parte deste trabalho foram analisadas duas amostras de empresas. Uma era composta pelas empresas subscritas pelo BNDE e a outra por empresas selecionadas pelos intermediários privados. As eventuais diferenças entre os critérios utilizados pelo BNDE e pelos intermediários privados para selecionar empresas podem ser detectadas através das eventuais diferenças entre os resultados das amostras. Como observado anteriormente os resultados das amostras de em-

presas revelam idênticas características de concentração e de alavancagem do capital controlador. As características de mistura de administração e propriedade são também muito próximas para as empresas das duas amostras. Entretanto, a amostra do BNDE se distingue de forma significativa pelos resultados de formação de patrimônio líquido e de endividamento apresentados na Tabela IV. Comparando-se estes resultados com os correspondentes à amostra do BACEN apresentados na Tabela V pode-se concluir que as empresas selecionadas pelo BNDE apresentam índices de endividamento bem mais elevados e/ou perdas de patrimônio líquido. Para o ano de 1976 os resultados inclusive indicam que o agregado das empresas suscritas pelo BNDE sofreu perdas de patrimônio líquido. A conclusão inevitável é que o BNDE não se distinguiu favoravelmente em sua capacidade de selecionar empresas para subscrição, os intermediários privados é que apresentaram superior capacidade de análise.

O BNDE vem sendo generosamente capitalizado com recursos do PIS/PASEP, o que permitiu o repasse de parcelas de recursos de outras fontes para o mercado de subscrições primárias. Como os intermediários privados demonstram maior eficiência de atuação neste mercado nada mais justo que caiba a eles o repasse das parcelas de recursos atualmente destinadas ao mercado de subscrições primárias pelo BNDE. É extremamente injusto que os intermediários privados fazendo face a um mercado secundário estagnado tenham ainda que competir com a atuação menos eficiente do Estado no mercado primário. A nível operacional, parte dos recursos captados pelo BNDE deveriam ser leiloados entre intermediários financeiros atuantes no mercado primário. Com isto dois objetivos seriam atingidos: (i) uma racional utilização da maior eficiência seletiva dos intermediários privados e (ii) uma melhor remuneração para os recursos do BNDE que afinal são recursos sociais e do trabalhador.

Finalmente, cabe discutir alguns aspectos éticos desagradáveis associados à atuação do BNDE. Os elevados níveis de concentração e alavancagem do capital controlador das empresas do BNDE são também observados nas empresas com ofertas no BACEN. Entretanto, as ofertas públicas são suscritas com recursos privados e as subscrições do BNDE são exercidas com recursos públicos. Não pa-

rece muito ético que estes recursos tenham uma remuneração baixa (correção + 3% no caso do PIS/PASEP) e que o BNDE os utilize para alavancar o capital controlador das empresas subscritas²³. O segundo aspecto ético diz respeito ao acesso a informações privilegiadas. O BNDE usualmente se envolve bastante com as empresas que capitaliza e muitas vezes participa de órgãos da administração das empresas que subscrive²⁴. Com isto o BNDE tem acesso a informações detalhadas sobre as empresas que não são disponíveis ao mercado e parece pouco ético que ele mantenha uma carteira de capital de risco nestas condições. Estes problemas éticos seriam também resolvidos se parcelas dos recursos do BNDE fossem colocados no mercado a taxas leiloadas.

VIII - CONCLUSÕES

Este trabalho examinou as características da capitalização e da estrutura empresarial brasileira prosseguindo para avaliar a atuação do BNDE no segmento primário do mercado de ações. Para atingir estes objetivos duas amostras foram estudadas, uma com a quase totalidade das empresas cujas ações foram subscritas pelo BNDE e outra com empresas que registraram ofertas públicas junto ao Banco Central. O estudo limitou-se ao período 1972-1976.

Os resultados indicam que os níveis observados de concentração e alavancagem do capital controlador são quase idênticos para as duas amostras. As empresas das amostras são controladas com cerca de 65% do capital votante e uma unidade de capital majoritário controla cerca de oito unidades de capitalização total das empresas (patrimônio líquido mais empréstimos). Examinando-se o grau de separação entre administração e propriedade os resultados também foram próximos para as duas amostras. Eles indicam que cerca de 70% dos diretores das empresas são sócios majoritários e que cerca de 50% dos sócios majoritários são também diretores das empresas. Esta conjuntura empresarial revela que o potencial de práticas de remuneração indireta e dividendos de controle é significativa na economia brasileira. Como ganhos de capital não são sujeitos a impostos isto dificulta a condução da política econômica. Mais ainda, como esta conjuntura expõe os acionistas minoritários a riscos não diversificáveis ela dificulta o desenvolvimento dos mercados acionário brasileiros.

Os resultados de concentração do capital controlador e de mistura entre administração e propriedade poderiam também ser atribuídos a fatores culturais. No Brasil, possuir o controle e administrar a empresa da família gera "status" social e uma remuneração não tangível significativa, ainda que a empresa não ande muito bem. Em países de cultura anglo-saxônica este componente de "status" é bem menos intenso e os valores sociais são mais associados à performance econômica das empresas. Já os resultados de alavancagem do capital controlador devem ser atribuídos à condução da política econômica. A política de gerar fácil acesso das empresas a capital de empréstimo com subsídio já foi observada por BVRJ {²} e Brito e Kantz {³}. Esta política deve ter favorecido o crescimento

dos níveis de alavancagem no período 1974-1978. Uma análise mais objetiva deste efeito poderia ser desenvolvida comparando-se os níveis de alavancagem com os observados em períodos anteriores e considerando-se também a carteira de empréstimos do BNDE. Cabe ainda observar que uma política que facilite a alavancagem do capital controlador estará suportando os improdutivos e indesejáveis valores de "status" discutidos anteriormente.

A amostra de empresas subscritas pelo BNDE distingue-se entretanto de forma significativa das empresas com ofertas públicas no BACEN em um aspecto importante. As empresas subscritas pelo BNDE apresentam nível de endividamento bem mais elevado e/ou apresentam perdas de patrimônio líquido significativas. Em um ano (1976) as empresas do BNDE examinadas apresentaram inclusive perdas de patrimônio líquido em seu agregado. Estes resultados mostram que o BNDE e suas subsidiárias têm sido menos eficientes que os intermediários financeiros privados em selecionar empresas para a subscrição de capital de risco. O BNDE tem sido generosamente capitalizado e pareceria pois razoável que as parcelas de sua capitalização que vêm sendo alocadas a subscrições sejam colocadas à disposição dos intermediários financeiros privados. Um processo do tipo leilão destes recursos entre os intermediários garantiria aos recursos do BNDE uma remuneração mais adequada e uma melhor utilização da maior eficiência dos intermediários privados. Numa conjuntura que apresenta um mercado acionário secundário estagnado tais leilões representariam um importante estímulo à intermediação financeira privada no setor de capital de risco.

A atuação do BNDE no setor também apresenta aspectos éticos relevantes para discussão. A utilização de recursos públicos remunerados a níveis baixos para a alavancagem do capital controlador de empresas é, no mínimo, questionável no terreno ético. O aspecto concentrador de riquezas de tais práticas deve ser evidente. Outro aspecto ético relevante relaciona-se ao acesso do BNDE a informações sobre as empresas que não são disponíveis ao mercado. A atuação de um agente com informações privilegiadas no setor de capital de risco é também, no mínimo, questionável.

Finalmente, cabe discutir os aspectos do modelo brasileiro que geraram a estrutura empresarial observada. A mistura entre administração e propriedade, a

concentração e a alavancagem do capital controlador resultam de uma estrutura legal, econômica e política deficiente. No âmbito legal a possibilidade de emitir ações preferenciais sem direito a voto favorece o quadro e com a nova lei das Sociedades Anônimas o limite foi até ampliado para 2/3 do capital social. No âmbito fiscal a possibilidade de considerar juros como despesas de forma ilimitada favorece o endividamento excessivo. No âmbito econômico as práticas de acessos a capitalização subsidiada via empréstimos e capital preferencial não dilui a concentração de controle e contribui para o quadro. Finalmente, no aspecto político e mais relevante, o quadro só seria possível em uma estrutura política com grande concentração de poder. Em uma estrutura política desconcentrada seria difícil manter-se uma estrutura empresarial como a observada.

smf/.-

NOTAS DE RODAPÉ

- (¹) Ela abrange a quase totalidade das operações do BNDE.
- (²) O desvio padrão é uma medida de dispersão da variável. Ele indica que dois terços das observações estiveram compreendidas entre o valor médio menos o desvio padrão e o valor médio mais o desvio padrão.
- (³) Como os dados de algumas operações do BNDE não puderam ser coletadas os números precisos são ligeiramente superiores aos apresentados. Como a penas poucas operações não foram incluídas as diferenças não são significativas.
- (⁴) Convém relembrar que a distribuição e montante subscrito nas ofertas públicas de nossa amostra são apresentados na Tabel I.
- (⁵) Para uma discussão detalhada do sistema francês de subscrições em leilões com ofertas lacradas o leitor deve consultar Macdonald e Jaquillat {⁵}. Basicamente o sistema é um leilão como o leilão de LTNs no Brasil em que a Bolsa de Valores atua distribuindo e avaliando o mercado de ação.
- (⁶) Estas vantagens são associadas ao tratamento fiscal de juros que são abatidos como despesa para fins do imposto de renda. Uma discussão do e feito fiscal aparece em Modigliani e Miller {⁷}.
- (⁷) Como os juros devem ser pagos antes de determinar o saldo à disposição dos acionistas o risco da remuneração do capital acionário aumenta quando a carga de juros aumenta. Ver Brito e Kantz {³} e Modigliani e Miller {⁶} para uma discussão do assunto.
- (⁸) Isto é, usualmente o capital de empréstimos é desembolsado por terceiros e administrado pelos controladores da empresa. Tomando empréstimos os sócios controladores administram maior volume de capital do que o volume que colocam na empresa.
- (⁹) Os estudos anteriores de proporção de endividamento de empresas sempre analisaram a proporção de empréstimos na capitalização total das empresas.

- (10) Observe que a razão sendo maior que 1 indica perdas em patrimônio líquido.
- (11) Convém destacar a baixa variabilidade dos resultados do BNDE. Os desvios padrão são uniformemente baixos em quase todos os anos e subsidiárias. Apenas em 1976 eles se tornaram maiores.
- (12) Os resultados para os diversos setores de registros no BACEN mostram-se um pouco mais variáveis que os resultados por subsidiárias do BNDE. Entretanto, os resultados do BACEN consolidado mostram baixa variabilidade e, como no caso do BNDE, a variabilidade em 1976 parece ser maior.
- (13) Nesta soma foram incluídas as participações de instituições obviamente controladas pela família. Por exemplo, a participação da Fundação Aloísio de Farias no capital de empresas do Grupo Real foi somada à participação dos membros da família Farias. Somente casos tão óbvios como este foram incluídos nas participações familiares. Por este motivo as estimativas de participação registradas neste trabalho são sempre limites inferiores da participação efetiva dos grupos controladores.
- (14) Relembre que 2/3 das observações ocorrem entre o valor médio menos o desvio padrão e o valor médio mais o desvio padrão. Assim 2/3 das observações de participação dos grupos majoritários no capital ordinário de empresas subscritas pelo IBRASA situaram-se no intervalo entre $68,9 - 3,1 = 65,8\%$ e $68,9 + 3,1 = 72\%$.
- (15) Para alguns anos foi difícil obter estimativas da participação de grupos majoritários no capital preferencial de empresas com ofertas registradas no BACEN. Isto explica os brancos existentes na Tabela 7.
- (16) Isto acontece porque a antiga lei das S/A que vigorava no período em estudo permitia que as áreas incentivadas tivessem proporção preferenciais superior à proporção de ordinárias. Observe, por exemplo, que a proporção de preferenciais na área da SUDENE foi em média 55,7%.

- (17) A nova lei das S/A, em vigor a partir de 77, elevou de 50% para 2/3 a proporção máxima permitida de preferenciais. Observação causal dos lançamentos a partir de 77 sugere que a proporção de preferenciais na capitalização das empresas vem crescendo.
- (18) O quadro de endividamento crescente e alta proporção de preferenciais é consistente com o quadro de elevada participação de controle pois a capitalização via endividamento e preferenciais não dilui o controle e não requer recursos do grupo majoritário controlador beneficiando -se ainda de vantagens fiscais e/ou subsídios, no caso de endividamento.
- (19) Para manter consistência comparativa entre as diversas colunas das Tabelas VIII e IX elas incluem apenas as empresas para as quais existiam dados suficientes para a obtenção de todas as medidas de alavancagem. As tabelas correspondentes incluindo as empresas com dados disponíveis para cada uma das medidas são apresentadas no Anexo III deste trabalho.
- (20) Observe que a melhor medida, a alavancagem do capital majoritário total em relação à capitalização total em relação à capitalização total das empresas, é idêntica para as duas amostras.
- (21) Daí o ditado "a empresa brasileira pode ir mal mas o empresário sempre vai bem".
- (22) Isto é, o número de corretoras que negociaram no mercado.
- (23) Observe que algumas vezes os recursos do BNDE alavancam o capital controlador de forma ainda mais direta do que através das subscrições de suas subsidiárias. Considere, por exemplo o PROCAP (Programa de Capitalização de Acionistas) do BNDE. Os recursos são repassados diretamente ao acionista controlador.
- (24) Nas empresas subscritas o BNDE procura desenvolver pacto de acionistas procurando proteger-se de práticas de remuneração indireta. Os pactos muitas vezes envolvem a participação direta do BNDE nas empresas.

BIBLIOGRAFIA

- {¹} Arrow,K. - "Insurance, Risk and Resource Allocations", em K.Arrow, editor, Essays in the Theory of Risk Bearing, Markhan Publishers , 1971.
- {²} Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - "A Influência Direta e Indireta do Governo no Mercado de Capitais", Deptº Econômico, Nov. 1978.
- {³} Brito,N. e Kantz,L. - "O Custo de Capitalização de Empresas de Energia Elétrica e as Recentes Ofertas Públicas pela Cia. Mineira de Eletricidade", Bolsa, 11 dezembro 1978.
- {⁴} Brito,N. e Portella,H. - "Mercados Acionários: Sua Conceituação e a Nova Lei das Sociedades Anônimas", Revista de Administração de Empresas, Setembro 1976.
- {⁵} MacDonald,J. e Jacquillat,B. - "Principig of Initial Equity Issues : The French Sealed Bid Auction", The Journal of Business, Vol. 47 Nº 1, January 1974.
- {⁶} Modigliani,F. e Miller,M. - "The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment", The American Economic Review , June 1958
- {⁷} Modigliani,F. e Miller,M. - "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", The American Economic Review, June 1963.

ANEXO I

A AMOSTRA DE EMPRESAS SUBSCRITAS PELO
BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (BNDE)

ANEXO I

SOLORRICO S/A
COMP. PAULISTA FERTIL
IND. TEXTIL HERING
MANGELIS MINAS IND. S/A
LATICÍNIO MOCOCA S/A
BERGAMO S/A PROD. MAD.
ALPINA DO BRASIL S/A
BICICLETAS CALOI S/A
SIFCO DO BRASIL
MACIFE DA MAT. CONSTR.
KALIL SEHBE S/A
MINASPLAC IND. REFLO.
FIBAN CIA. INDUSTRIAL
NAKATA S/A IND. COM.
BRAFER S/A COM. FERRO
GERMANI PARANA ALIM
SIVAT IND. ABRASIVOS
TROL S/A IND. COM.
ARTEX
COM. IND. INDUCO
ORNIEX S/A IMP. E EXP.
DOHLER S/A COM. IND.
CICA S/A IND. CONSERVAS
MUNDIAL ARTEFATOS
METALAC S/A IND.COM.
LIDER TAXI AEREO S/A
ALUSUD ALUMINIO SUL
MADEIRA SINTÉTICA
COM. IND. SCHLOSSER
CIA. BRASILEIRA
MINERAÇÃO TABOCA S/A

ANEXO II

A AMOSTRA DE EMPRESAS COM OFERTAS PÚBLICAS

REGISTRADAS NO BANCO CENTRAL

LAGOAS MATERIAIS
CARAIBA METAIS S/A
CIA. CELULOSE DO SUL
PROFUNDIR IND. COM. F.
AROXA S/A FERT. PROD.
PAPELOK S/A IND. COM.
ARACRUZ CELULOSE
BRASKRAFT S/A FLORES
XTAL DO BRASIL IND.
CIP. BRAS. COBRE
PASKIM IND. PETROQ.
CIQUINE CIA. PETROQ.
CIA. SULFONICA BAHIA
SIBRA S/A
PETROQUIMICA BAHIA
CIMENTO ITAMBE
CIA. D. LANARI
PARTIC. IND. BAHIA S/A
CIA. CELULOSE BAHIA
COPEL PETRO LTDA.
EIM ENG. IND. MINERAL
QUIMICA GERAL NORDESTE
PERT. UNIÃO S/A
PAULO ABIDANDERY S/A
NITROSSIN S/A MINER.
METALURG. APARECIDA
METANOL DO NORDESTE
CIA. BRASILEIRA ANTE.
BIOQUÍMICA DO BRASIL
CIA. METALOMECÂNICA
EQUIP. VILLARES S/A
APOLO MEC. E ESTRUT.
CENTEX S/A.

CONFORJA NORDESTE

TECTRONIC

COBRASCOM S/A

VIBASA IND. BASE S/A

TRAFO EQUIPAMENTOS

ELETROMETAL AÇOS

MADAI IMP. AGRICOLAS

VIGORELLI DO BRASIL

MADEF

UNITOR SOLDAS ELETR.

RADIO FRIGOR. IMPORT.

CBEI CIA. BRAS. ENGEN.

PRENSAS SCHULER S/A

ENGESA ENG. ESPECIAL

RANDON S/A IND. IMPL.

MARCOPLAN EQUI. IND.

GEMA S/A

MÁQUINAS PIRATININGA

ANEXO II

COPISA PILHEIRENSE
QUIMICANORTE
EMP. AGUAS CLAUDIA
MASA IND. MARANHENSE
BRASIL OLEOS
CANADENSE IND. PNEUS
CIA. AMAZONENSE
RONDOBOR
RONDEX RONDONIA EXP.
KARIMA IND. S/A.
BARDELA IND. MECÂNICA
CIA. EQUIPADORA
CIA. PESQUISA REC. MINER.
ITAP IND. TEC. PRTF.
BANCO MINEIRO S/A
OTHON PALACE HOTEL
CONSORCIO REAL
IND. MICHELETTO S/A
ZIVI S/A
ZANINI EQUIP. PESADOS
REALI. PARTICIPAÇÕES
METALURGICA LAFONTE
LOJAS AMERICANAS
BANCO BANDEIRANTES
CIA. CONSERVAS CICA
CIMENTAL SIDERURGICA
FIBAN CIA. INDUSTRIAL
GERMANI PROD. ALIMENTICIOS
ITAQUARA S/A
LIDER TAXI AEREO
MANAH COM. IND.

LOJA AMERICANA
MARCOPOLO S/A
MESBLA S/A
METAL LEVE S/A
PROSDOC. IND. COM.
SAMITRI
SÃO PAULO ALPARGATAS
ADESENE S/A
ALTEROSA MECÂNICA
AGAPRESS GRÁFICA
BERFLEX NORDESTE
CELULOSE PAPEL NORD.
CERÂMICA STO. ANTONIO
CIMENTAL SIDERURGICA
APORTELA P. CIMENTO
IND. PAPEIS PAJEU
CURTIMBRA
FORENSE S/A MÓVEIS
NORPASA
CERÂMICA CARIRI
BIOBRAS
AGRONORTE
CIASA COM. INDUST.
FRUTAS TROPICAIS
CECOSA S/A
IND. TINTA POLICOR
IND. TEXTIL HERING
TECANOR S/A
SINON S/A
ARARIPE TEXTIL S/A
BAHEMA AGROPECUARIA
CARIRI INDST.
CARBONO COLOIDAI

CIA. PNEUS TROPICAL
CONCRETO B. NORDESTE
GRÁFICA IND. S/A
IND. BAHIANA LAJES
ALMEC. IND. MECÂNICA
ITASA
NITROCARBONO S/A
OXITENO DO NORDESTE
POLIALDEN PETROQ.
POLIFLEX DA BAHIA
PRONOR S/A
RODONIARIA NORDESTE
CONFEC. BRAS. SABRA
SID. AÇONORTE
TOBASA TOCANTINS
TINTAS DIAMANTE
SULFAB

TABELA A.1

A ALAVANCAGEM DO GRUPO CONTROLADOR NAS EMPRESAS SUBSCRITAS PELO BNDE

VARIÁVEL	ANO	CAP. VOTANTE G. CONTR. PATRIMÔNIO LÍQUIDO		CAP. TOTAL G. CONTR. PATRIMÔNIO LÍQUIDO		CAP. VOTANTE G. CONTR. PATR. LÍQ. + EMPREST.		CAP. TOTAL G. CONTR. PATR. LÍQ. + EMPREST.	
		MÉDIA	DESVIO	MÉDIA	DESVIO	MÉDIA	DESVIO	MÉDIA	DESVIO
IBRASA	74	0.423	0.131	0.520	0.199	0.154	0.063	0.141	0.018
	75	0.183	0.086	0.278	0.212	0.066	0.017	0.096	0.058
	76	0.226	0.069	-	-	0.083	0.022	-	-
IBRASA CONS.	74/76	0.314	0.073	0.399	0.126	0.114	0.031	0.119	0.025
FIBASE	75	0.566	0.513	0.207	-	0.283	0.250	0.107	-
	76	0.640	0.229	0.427	0.426	0.227	0.093	0.172	0.169
FIBASE CONS.	75/76	0.619	0.176	0.354	0.231	0.243	0.075	0.150	0.088
EMBRAMEC	75	0.139	-	0.139	-	0.098	-	0.098	-
EMBRAMEC CONS.	75	0.139	-	0.139	-	0.098	-	0.098	-
BNDE	74	0.423	0.131	0.520	0.199	0.154	0.063	0.141	0.018
	75	0.328	0.169	0.225	0.080	0.159	0.084	0.100	0.019
	76	0.522	0.174	0.427	0.426	0.186	0.068	0.172	0.169
BNDE CONS.	74/76	0.436	0.089	0.349	0.091	0.170	0.037	0.128	0.028

Observação: Os resultados de cada variável incluem todas as empresas com dados disponíveis para o seu cálculo. Entretanto, as empresas utilizadas para o cálculo de uma variável podem não ser as mesmas utilizadas para o cálculo de outra variável. Não existe pois consistência para a comparação entre variáveis.