

1 INTRODUÇÃO

1.1 O problema

Para se estudar os determinantes do investimento é preciso, em primeiro lugar, definir o investimento. Segundo Galesne (2001) fazer um investimento consiste, para uma empresa, em comprometer capital sob diversas formas, de modo durável, na esperança de manter ou melhorar sua situação econômica. Na definição, o próprio autor destaca dois elementos importantes do investimento, o seu caráter durável do comprometimento de recursos e a aposta sobre o futuro que representa.

Estudar o investimento é tentar entender os fatores determinantes do crescimento de uma economia. O investimento, em uma visão de longo prazo, cria capacidade produtiva, gera empregos, cria oportunidades de negócios, renda para a população e, portanto crescimento na economia. Crescimento é tudo que o Brasil e tantos outros países precisam para diminuir alguns de seus problemas como o desemprego advindo de um crescimento demográfico superior ao crescimento econômico. O investimento pode ser feito pelo governo direta ou indiretamente ou por entidades privadas, empresas dos mais variados tipos e até mesmo por uma pessoa individualmente.

Para que haja boas estradas, saúde, educação é preciso investir em infra-estrutura, ou seja, vindo do governo ou das pessoas (físicas ou jurídicas) o investimento é altamente necessário para qualquer sociedade, principalmente a nossa que está em vias de desenvolvimento e ansiosa por colher os seus frutos. O investimento pode ser feito tanto de forma tangível, infra-estrutura, como de forma intangível, através do conhecimento. Há várias formas de investir, o que todas têm em comum é a esperança, esperança em melhorar, em crescer, amadurecer ou simplesmente esperança em lucrar.

Este trabalho tem por intenção estudar os determinantes do investimento não só por sua importância pura, mas por tudo que há ao seu redor. Entender os determinantes do investimento é uma forma de buscar a explicação das flutuações do investimento ou mesmo de sua escassez em alguns momentos. Além do aspecto subjetivo do porquê estudar o

investimento há também o aspecto prático que diz respeito a conhecer o passado. Saber o que ocorreu em anos anteriores é uma ferramenta a mais para entender o presente e, quiçá vislumbrar o futuro.

A dificuldade em se estudar séries mais longas é uma realidade no Brasil tanto devido a dificuldade de obtenção de dados como das flutuações de variáveis. Dados anteriores ao ano de 1995 são muito difíceis de serem conseguidos (muitas vezes incompletos) e, além disso, o fator inflação é um grande inimigo de qualquer análise que se queira fazer no Brasil com um período um pouco mais longo. Os dados além de bastante trabalhosos precisam de uma atenção especial voltada para as alterações de valores. Este trabalho compara dados de épocas distintas através de proporções, ou seja, os dados foram divididos pelo Produto Interno Bruto também em moeda da época. Esta foi a maneira encontrada para minimizar o problema inflacionário brasileiro.

O foco deste trabalho será o investimento das companhias abertas com ações negociadas em bolsa durante o período de 1987 a 2002. Estas empresas, assim como outros agentes econômicos investem na economia e, assim, tentaremos medir o comportamento delas em relação a ação de investir. Durante estes anos de abertura do mercado de capitais brasileiro queremos saber o quanto a captação neste mercado representou na taxa de investimento dessas indústrias. A facilidade de obtenção de crédito, a globalização, a integração dos mercados financeiros nacionais contribuíram para a expansão do investimento dessas empresas? Será que este aumento foi significativo para a formação bruta de capital fixo?

Nosso problema compreenderá também a explicação dessa relação do investimento das sociedades por ações com o investimento das contas nacionais ao longo do tempo.

O problema será analisado à luz da Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos, doravante DOAR, documento obrigatório a todas as empresas abertas. Aliás, a abertura de capital efetuada por tais empresas traz algumas obrigações às empresas S.A, entre elas a publicação dos demonstrativos financeiros como transcrito do artigo 176 da Lei 6.404/76¹.

¹ Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício; I – balanço patrimonial; II – demonstração de lucros e

No inciso 6º do mesmo artigo retira-se a obrigação de elaboração e publicação da demonstração de origem e aplicação de recursos pelas companhias fechadas com patrimônio líquido, na data do balanço, não superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais)². Vale notar que para se tornar companhia aberta é condição necessária e fundamental contratar serviços de auditoria independente para que as informações contidas nas demonstrações sejam conferidas.

Antes de continuar é preciso definir o que são sociedades anônimas: são pessoas jurídicas de direito privado, de natureza mercantil, em que o capital se divide em ações de livre negociabilidade, limitando-se a responsabilidade dos subscritores ou acionistas ao preço de emissão das ações por eles subscritas ou adquiridas (Lameira 2001).

Uma sociedade por ação pode ser tanto aberta como fechada, o que define a empresa como companhia aberta é o registro na Comissão de Valores Mobiliários, o que permite que possua ações e/ou debêntures (e demais valores mobiliários) colocadas junto ao público investidor. Esta negociação dos valores mobiliários pode ocorrer tanto na Bolsa de Valores como no mercado de balcão, mas sempre com a intermediação de uma instituição financeira. Os requisitos exigidos pela Comissão de Valores Mobiliários, doravante CVM,³ a uma companhia que abriu seu capital via emissão de ações são os mesmos ao de uma companhia que lançou debêntures.

Um outro aspecto que necessita de comentário, é o projeto de lei nº 3.741/2000 que deve ser votado ainda neste ano e extingue das obrigações das companhias, a divulgação da Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos. Ele foi entregue ao ministro da Fazenda, Pedro Malan, em maio de 1999, alterando algumas de suas disposições, principalmente aquelas constantes dos seus capítulos XV, XVI, XVIII e XX, que tratam da matéria contábil. As justificativas para a revisão da lei são o surgimento de uma nova realidade no Brasil, diferente da existente há dez anos, quando se começou a pensar na revisão da Lei 6.404/76 e, principalmente há vinte anos quando esta lei foi editada. Outro ponto ressaltado para justificar esta revisão foi a globalização das economias e a abertura

prejuízos acumulados; III – demonstração de resultados do exercício; e IV – demonstração das origens e aplicações de recursos

² Valor corrigido pela Lei 9.457 de maio de 1997, anteriormente o valor não deveria ser superior ao valor nominal de 20.000 (vinte mil) Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN).

dos mercados, com fluxos de capitais ingressando no país assim como empresas brasileiras captando recursos no exterior.

Dessa forma segundo relata o anteprojeto, faz-se necessário adequar a parte contábil da lei de forma a atender a necessidade de maior transparência e qualidade das informações contábeis. Devido aos aspectos acima referidos, deve-se criar condições para harmonização da lei com as melhores práticas contábeis internacionais e buscar eliminar ou diminuir as dificuldades de interpretação e de aceitação das nossas informações contábeis, principalmente quando existem dois conjuntos de demonstrações contábeis, um para fins internos e outro para fins externos, com valores substancialmente diferentes. Conseqüentemente, reduzir o custo (taxa de risco) provocado por essas dificuldades de interpretação e de aceitação.

Caso o anteprojeto seja votado e aceito, a DOAR será substituída pela demonstração do fluxo de caixa e, Marques (2004) se pergunta em sua dissertação se a DOAR, que relata com eficiência a política de financiamento e investimento ao longo dos anos, pode realmente ser substituída pela demonstração do fluxo de caixa.

1.2 Objetivos

O objetivo final dessa dissertação é verificar os determinantes do investimento, tanto o investimento das empresas obtido através da DOAR, quanto o investimento presente nas contas nacionais brasileiras. O período a ser estudado será de 1987 a 2002 e os dados foram coletados nas bases de dados SABE e Economática.

Para tanto, faz-se necessária a compreensão de alguns objetivos intermediários:

Um primeiro objetivo intermediário consiste em entender a política de financiamento e investimento das empresas registradas para negociação em Bolsa ao longo dos anos relativizada ao Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro. Para isto, será necessária a análise agregada dos dados das empresas confrontando com o total de recursos gerados e com o PIB de cada ano, além disso, será feita a análise das mudanças ao longo desses 16

³ A CVM é um órgão da administração direta do país criado pela Lei no 6.385/76 e instalado em 1978. Ela é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda. Seu papel é fiscalizar e regulamentar o mercado de títulos e valores mobiliários além de outras responsabilidades impostas pela Lei no 6.385/76

anos. Isto quer dizer que os dados das empresas serão vistos de forma global já que serão somados e considerados como uma única DOAR anual para cada um dos anos estudados. Ao invés de possuímos várias DOAR teremos apenas uma que será equivalente a soma de todas. O comportamento das principais contas da DOAR será visto dando maior ênfase ao investimento fixo. Para isto, será necessária a agregação em valores percentuais, já que as modificações monetárias juntamente com a inflação e o câmbio brasileiro no período impedem uma comparação nominal dos valores.

Esta dissertação também procurará verificar em qual grau os dados agregados das empresas de capital aberto entre o período de 1987 – 2002 coletadas nas bases de dados se correlacionam a formação bruta de capital fixo das contas nacionais.

Alcançando estes objetivos, poderemos perceber a importância das empresas negociadas em bolsa, assim como entender os principais determinantes do investimento.

1.3 Hipóteses

Algumas hipóteses devem ser testadas ao longo do trabalho. A primeira delas tem relação direta ao objetivo final e é simplesmente verificar, através dos dados, a importância das companhias abertas na formação bruta de capital no Brasil entre os anos de 1987 e 2002 dado todo o esforço de flexibilização do mercado de capitais brasileiro na década de 1990 assim como o mundial. Será que esta parcela do investimento foi significativa na formação bruta de capital fixo?

Uma segunda hipótese a ser verificada é a observação, ao longo do tempo, da relação entre o investimento das sociedades anônimas e a formação bruta de capital fixo das contas nacionais. E, além disso, averiguar do que o investimento depende (de forma geral), ele seria uma função de quê? Como esta relação se comportou ao longo dos anos?

Baseada numa revisão da literatura sobre determinantes de investimento, a próxima hipótese seria a verificação de como está relacionado o comportamento do investimento nas

empresas selecionadas com o PIB. Perceber se o comportamento tem se mostrado volátil ao longo dos anos ou ele segue um padrão.

Olhando mais profundamente para a estrutura da DOAR, a quarta hipótese seria a de perceber como fica a relação entre o investimento fixo com as outras aplicações de recursos. Há alguma sobreposição? Há alguma explicação temporal? O comportamento é homogêneo ao longo dos anos ou podemos perceber modificações importantes nesta estrutura?

Continuando com um olhar dentro do demonstrativo analisado, seria interessante investigar como o investimento fixo se comporta na comparação com as demais aplicações; como o investimento em coligadas, o aumento do ativo diferido, o aumento do capital de giro, a diminuição do exigível de longo prazo ou o aumento do realizável a longo prazo.

E por fim, averiguar o uso dos recursos exigíveis de longo prazo comparados com recursos gerados internamente e o aumento de capital. Tudo isto será estudado sem esquecer do advento do Plano Real, da facilidade de entrada de recursos e, portanto a elevação do investimento estrangeiro.

1.4 Relevância do estudo

O estudo se justifica pela comparação entre investimentos: o das Contas Nacionais e os dados agregados das companhias abertas e, também pelo fato da Demonstração de Origens e Aplicações⁴ de Recursos estar perdendo importância para Demonstração do Fluxo de Caixa, que apesar de ter seu valor, não pode ser considerado como um substituto perfeito do primeiro. A Demonstração do Fluxo de Caixa, cada vez mais, vem sendo publicada. Dessa forma, ao invés de agregarmos mais valor acrescentando mais uma demonstração, estaremos retirando informações com a não obrigatoriedade em publicar a DOAR. A DOAR expõe tanto as transações que alteram as estruturas de financiamento como as estruturas de investimento de longo prazo, indicando a posição financeira (variação do capital circulante líquido) do negócio.

⁴ A DOAR será substituída pela DFC apenas quando a nova lei entrar em vigor. Hoje, a DOAR é divulgada por exigência legal.

Desvendar como tem sido o investimento das empresas ao longo desses anos dado o contínuo avanço da abertura do mercado de capitais e as constantes crises econômicas sofridas pelo Brasil parece bastante instigador.

O papel do investimento no crescimento de um país, por si só, já torna o assunto interessante. A amplitude do assunto é indiscutível: o investimento modifica as estruturas da economia, influencia na produção, no consumo, na produtividade e na distribuição de renda. Segundo Charneil (1969) um dos grandes mitos modernos que merece ser explicitado é o do crescimento.

Um outro ponto a ser discutido é a particularidade que pode ser vista nas políticas públicas onde sempre há a promessa de investimento para um crescimento futuro do país, agora mesmo, início de 2004, o governo Lula prometeu gastar bilhões em investimento em infra-estrutura para permitir que investidores tenham confiança e coragem de colocar seu dinheiro no Brasil.

Outro aspecto importante que torna o trabalho relevante é o fato do investimento ser um determinante crítico para o desempenho de uma economia no longo prazo. O investimento envolve a formação de capital tanto tangível (como máquinas e fatores de produção) quanto intangível (como reputação, conhecimento técnico) assim como capital humano (que engloba habilidades/capacidade e educação). O investimento está intimamente ligado a outras variáveis macroeconômicas como, por exemplo, a geração de emprego e renda, fatores de fundamental importância nas discussões atuais do Brasil.

1.5 Delimitação do estudo

O estudo compreenderá todas as companhias abertas e registradas para negociação que publicaram e disponibilizaram seus demonstrativos de origens e aplicações de recursos à autarquia responsável, CVM. As empresas de capital fechado e as limitadas foram excluídas da amostra, participando apenas, como já foi dito, as companhias abertas. Algumas empresas ao longo do período estudado fecharam o capital ou mesmo faliram, elas foram incluídas apenas nos anos que precederam a tais fatos.

O trabalho pretende averiguar o quanto da formação bruta de capital fixo, o investimento, das contas nacionais brasileiras, pode estar correlacionado as companhias

abertas brasileiras. As companhias se acham listadas nos Anexos VIII e IX. Pelo fato do trabalho pretender realizar uma comparação ampla com o Produto Interno Bruto da Economia Brasileira, as demonstrações financeiras escolhidas prioritariamente foram as consolidadas. No entanto, em momentos onde não havia as consolidadas os dados foram obtidos da empresa controladora. O fato das ações estarem em negociação no momento ou serem negociadas em bolsa ou balcão não foi fator de interferência.

No tocante à análise temporal, a data final de obtenção dos dados foi relativa ao exercício findo em dezembro de 2002. O dados foram coletados a partir de dezembro de 1987, até onde foi possível consegui-los. Cabe ressaltar que os dados são anuais, já que tal demonstração é divulgada pelas companhias abertas apenas anualmente.

1.6 Organização dos Capítulos

Os capítulos que seguirão serão divididos da seguinte forma:

Os capítulos 2 e 3 serão dedicados a revisão da literatura existente sobre assuntos afins. O capítulo 2 fará uma revisão sobre a Teoria dos Determinantes do Investimento Fixo enquanto o capítulo 3 compreenderá informações a cerca das Contas Nacionais, da DOAR e sobre a teoria da Estrutura de Capital.

A metodologia de análise fará parte do capítulo 4 e, o capítulo 5 abordará os resultados encontrados a partir dos dados agregados das DOARs.

O capítulo posterior tratará do modelo para explicar os determinantes do investimento em função de algumas das variáveis citadas em estudos anteriores mencionados no capítulo 2 e utilizará instrumentos estatísticos.

E finalizando, o capítulo 7 apresentará a conclusão do trabalho juntamente com posteriores recomendações para estudos futuros.