

7 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este trabalho pretendeu entender o comportamento do investimento em ativo imobilizado das companhias abertas com ações negociadas em bolsa no período entre 1987 e 2002 através da DOAR. E com estes dados algumas conclusões importantes puderam ser retiradas, entre as quais:

A importância das companhias abertas com ações negociadas em Bolsa de Valores aumentou tanto como proporção do Produto Interno Bruto quanto dentro da Formação Bruta de Capital Fixo da Economia. Esta crescente importância pode ser atribuída a vários motivos como o esforço de abertura do mercado de capitais, a crescente possibilidade em captar recursos externamente e até mesmo a deficiência de outros investidores na economia como o próprio setor público. O investimento em ativo imobilizado das companhias abertas que em 1987 representava 1,48% do PIB saltou para 4,62% e, se compararmos o investimento do ativo imobilizado com a Formação Bruta de Capital Fixo, ele passou de 6,6% para expressivos 25,2%. Isto ocorreu em um cenário onde a FBCF total apresentava queda. Em um ambiente de alta inflação, juros, crises, trocas de moedas e diminuição do investimento pelo próprio setor público, as empresas estudadas elevaram sua parcela no investimento total de forma considerável. Este resultado mostra que as empresas registradas para negociação em Bolsa de Valores estão tomando o lugar de outros investidores nacionais apesar da queda do investimento das contas nacionais. Um resumo deste comportamento pode ser visualizado a seguir.

QUADRO 7.1 - INVESTIMENTOS

	1987-1994	1995-2002
Investimento / PIB	1,0%	4,0%
FBCF / PIB	20,8%	19,4%
Investimento / FBCF	4,7%	20,6%

Fonte: Preparado pelo autor. Retirado das bases de dados SABE e Economática.

O trabalho mostrou que o esforço de ampliação feito pelo mercado de capitais brasileiro desde os anos 1990 surtiu efeito. Grande parte deste esforço se deve a expansão do mercado de capitais a nível global, o que permitiu um esforço em vias de acompanhar os demais países, e também pelo fato do Brasil ser um alvo dos investidores estrangeiros por pertencer a uma economia em desenvolvimento e com características que permitem vislumbrar um crescimento e enriquecimento futuro. Aliado ao esforço do mercado de capitais se vê a queda persistente da poupança pública levando a um esgotamento dos investimentos públicos. O setor público apesar de mostrar elevada capacidade de arrecadação de receitas tem mostrado uma capacidade ainda maior de aumento dos gastos, principalmente correntes. Dessa forma, o setor público, grande responsável pela área de infra-estrutura e grande investidor vem perdendo o seu papel para outros setores que se mostraram mais capazes em equilibrar suas contas ao longo destes 16 anos. Vale ressaltar que o investimento público constitui um estímulo significativo e um poderoso instrumento de políticas de desenvolvimento.

Uma outra conclusão importante diz respeito aos resultados das regressões realizadas. Os modelos de forma geral mostraram pouca aceitação da variável preço, ou melhor, ela não se mostrou significativa em nenhum dos modelos. A taxa de juros não representa a variável mais importante na determinação do investimento no decorrer do ciclo econômico. Esta conclusão vai ao encontro do trabalho de Grasel (1996) que também obteve semelhante resultado assim como o trabalho de Bond & Jenkins (1996). Esta afirmação também fortalece o estudo de Chirinko (1993) onde foi averiguado que a resposta do investimento à variável preço é menor do que a da variável quantidade. Já foi mencionado anteriormente o fato dos juros bancários serem de curto prazo e na grande parte das vezes impróprios à atividades de investimento de um grande número de empresas. O fato da taxa de juros não ter a significância esperada pode ser explicada, em parte, pelo fato de empréstimos advirem de fontes tanto como financiamentos internacionais quanto de órgãos como o BNDES que utiliza a TJLP¹, que apesar de sofrer a influência do mercado é ajustada a periodicamente pelo Banco Central do Brasil, de acordo com as normas do

¹ A Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP foi instituída pela Medida Provisória nº 684, de 31.10.94, publicada no Diário Oficial da União em 03.11.94, sendo definida como o custo básico dos financiamentos concedidos pelo BNDES. Posteriores alterações ocorreram através das Medida Provisória nº 1.790, de 29.12.98 e da Medida Provisória nº 1.921, de 30.09.99, convertida na lei nº 10.183 de 12.02.2001.

Conselho Monetário Nacional. A TJLP é definida até o último dia do trimestre imediatamente anterior e tem vigência de três meses.

Como o principal objetivo deste trabalho era estudar os determinantes do Investimento Fixo no Brasil, a conclusão dos resultados das regressões encontra-se a seguir.

O modelo da regressão 1 onde temos o investimento do ativo imobilizado como proporção do PIB mostra uma boa significância do modelo como um todo apesar de algumas variáveis possuírem uma correlação um pouco alta entre si. As variáveis macroeconômicas parecem realmente influenciar na decisão de investir no Brasil. Apesar do ambiente econômico, pouco estável durante os 16 anos estudados, com tantos planos econômicos e moedas distintas parecer não ser o lugar mais seguro para se tomar a decisão de investir, o investimento das companhias abertas com ações negociadas em bolsa cresceu enormemente entre 1987 e 2002.

O crescimento real do Produto Interno da Economia, que na verdade é a representação da nossa variável de demanda agregada na Regressão 2 e o Q de Tobin nas Regressões 1 e 3, mostraram uma importância superior a variável preço na explicação da variação do investimento. Uma outra variável relevante para o crescimento do ativo imobilizado foi o número de empresas. O crescimento do número de empresas com ações negociadas em bolsa, obviamente tende a aumentar o ativo imobilizado destas empresas. O fato dessas empresas, que possuem dados disponíveis, terem aumentado em número ao longo desses 16 anos, exerce influência na explicação do aumento do Ativo Imobilizado. Como já foi visto, no ano inicial do período estudado, elas contabilizavam 196 e terminaram em 2002 com 305 empresas, um expressivo crescimento de 56%. Adicione-se a isso o problema da deficiência em disponibilidade de dados de empresas nos anos de 1993 e 1994 bastante relevantes para qualquer análise. Além disso, foi constatado que nos anos de alta inflação o investimento tende a ser inferior, o que mostra que a inflação é um obstáculo ao aumento do investimento e também, ela tem um impacto grave no Autofinanciamento nas Demonstrações de Origens e Aplicações de Recursos o que pode ser considerado um fator negativo para a análise nos anos de altas taxas inflacionárias.

Em relação a Regressão 2, a Formação Bruta de Capital Fixo como percentagem do PIB mostrou que há outros fatores responsáveis pela sua flutuação diferentes das variáveis independentes mencionadas no modelo. A FBCF engloba fatores que dizem respeito a

outros agentes econômicos e, por isso, a dificuldade em compreendê-la. Tentativas além das indicadas no output foram feitas, inclusive a utilização do déficit em conta corrente como percentagem do PIB, porém sem grande sucesso; o poder explanatório não ultrapassa os 40%. Mesmo as variáveis utilizadas, que no todo explicam 33% das flutuações da FBCF/PIB, quando separadas não possuem significância no modelo, exceto a níveis de significância muito elevados. O poder explicativo desta regressão foi bastante reduzido o que pode ser atribuído aos valores da variável dependente, já que eles são muito próximos e, portanto, possuem uma variabilidade extremamente baixa, dificultando as tentativas para explicar seus movimentos.

Já a Regressão 3, que analisa o comportamento do Ativo Imobilizado sobre a FBCF mostrou uma boa aceitação das variáveis escolhidas e seu poder explanatório foi em média de 86%. Neste caso, podemos concluir que o Ativo Imobilizado é altamente influenciado pelas variáveis do modelo principalmente inflação, tempo e mesmo o número de empresas. O Q de Tobin também influencia a variável, mas como já foi mencionado, mais fortemente quando defasado em um período.

Um outro ponto que merece ser grifado, não diretamente relacionado às regressões, diz respeito a fonte primordial de financiamento das empresas estudadas no período citado. Sem dúvida a obtenção de recursos através de terceiros, o mesmo que endividamento externo foi a fonte de recursos mais utilizada quando se faz uma análise estritamente contábil. Esta afirmação vai de encontro ao estudo de Myers (1984) onde de acordo com a Teoria da Hierarquização das Fontes de Recursos², as firmas preferem o financiamento interno ao externo. Se o olhar estiver em uma análise analítica, percebe-se que esta fonte de financiamento não é tão importante já que as origens de recursos advindas de terceiros são em grande parte consumidas pela própria rolagem de financiamentos nas aplicações de recursos. O grande responsável pela alta representatividade desta fonte de recursos (recursos de terceiros) é o “aumento do exigível de longo prazo”. Ainda na análise analítica o autofinanciamento se mostrou bastante volátil e a partir de 1995 começa a mostrar sua grande colaboração para as origens, e o lucro retido apresentou valores baixos ou até mesmo negativos. Outros pontos merecem destaque como a pouca expressividade da integralização de capital como fonte de obtenção de recursos e a complexidade em se

² “Pecking Order Theory.”

analisar os Recursos Gerados das Operações, principalmente no período anterior a estabilização monetária. Apesar da dificuldade, no período pós Plano Real se vislumbra uma tendência de aumento desta origem de recursos.

Além disso, a influência do ativo imobilizado como proporção do PIB dentro das aplicações de recursos, mostra que o investimento exerce grande contribuição na alocação de recursos em ambas as análises apesar da tendência de queda ao longo do período. O investimento permanente mostrou uma elevação de participação entre os anos de 1997 e 2001 explicados em grande parte pelas privatizações ocorridas neste período.

Uma recomendação para estudos posteriores está na ampliação da base de dados, principalmente àquela anterior ao ano de 1995. Há algumas importantes lacunas a serem preenchidas e um trabalho minucioso traria contribuições à análise. Dessa forma, estaríamos aumentando o número de observações e, portanto, o embasamento estatístico do estudo.

Uma constatação que merece ser avaliada se refere a grande dificuldade em analisar relatórios financeiros nas épocas de alta inflação. A inflação deturpa os dados e, em casos extremos passa a ser a única informação relevante. Isto foi comprovado na DOAR, na conta relativa à variações monetárias, cambiais e correções monetárias. Outro ponto a ser enfatizado se refere aos problemas encontrados nas bases de dados de uma forma geral; empresas faltosas, dados incompletos e mesmo pequenas divergências entre as bases de dados foram um dos obstáculos encontrados, mas cabe ressaltar aqui que sem elas este trabalho não teria sido possível. O grande número de anos do estudo, 16 no total, e o universo da pesquisa extremamente mutável durante este período são fatores que contribuíram para estas limitações do estudo. Este universo extremamente dinâmico de entrada e saída de empresas dentre aquelas negociadas na Bolsa de Valores do país assim como o problema inflacionário fazem parte do histórico dessas empresas e, portanto se refletem neste trabalho.