

1

O PROBLEMA DE PESQUISA

1.1.

Introdução

Desde a edição do clássico artigo de Modigliani e Miller (1958), uma expressiva quantidade de trabalhos acadêmicos sobre o tema da estrutura de capital foi publicada nos periódicos especializados em Economia e Finanças.

Identificando as condições que devem prevalecer para que a estrutura de capital seja irrelevante, Modigliani e Miller (1958) propiciaram a abertura de uma extensa agenda de pesquisa cujo objetivo principal foi estabelecer os fundamentos teóricos de novos modelos que permitissem a análise das decisões de investimento e das fontes de financiamento em situações nas quais os rigorosos pressupostos assumidos não prevalecessem.

Assim, autores como Jensen e Meckling (1976), Stiglitz e Weiss (1981), Myers e Majluf (1984), entre outros, construíram arcabouços conceituais onde a estrutura de capital tornava-se relevante devido à ocorrência de imperfeições nos mercados de capitais.

A partir do trabalho pioneiro destes autores, nos últimos anos houve uma renovação do interesse da pesquisa acadêmica internacional sobre os fatores determinantes das decisões de investimento. Os principais periódicos de literatura econômica e financeira vêm publicando com regularidade artigos conceituais e estudos empíricos sobre o tema.

Dentre as variadas abordagens suscitadas, destaca-se a pesquisa sobre o tema das restrições financeiras ao investimento, objeto desta dissertação.

Desse modo, a presente pesquisa de dissertação de mestrado, ***“Restrições financeiras aos investimentos fixos de empresas brasileiras de capital aberto listadas em bolsa de valores no período de 1995 a 2003”***, tem por principal objetivo investigar a validade da hipótese da restrição financeira ao investimento em uma amostra de empresas brasileiras não financeiras de capital aberto no período pós Plano Real, de 1995 a 2003.

Em particular, procura-se analisar a ocorrência de restrições financeiras em função de características das empresas abertas como tamanho, quociente de distribuição de dividendos, índice de liquidez seca e nível de endividamento, bem como controle de capital (privado nacional, estrangeiro ou estatal) e setor de atividade.

A noção de restrição financeira e seus fatores determinantes são estudados detidamente no decorrer deste trabalho. Entretanto, por hora, é possível sintetizar o conceito considerando que empresas sofrem restrições financeiras aos seus investimentos quando estes dependem prioritariamente da disponibilidade de recursos internos para serem executados. Restrições financeiras (ou estrangimentos financeiros) aos investimentos fixos decorrem de problemas de assimetria de informação que elevam o custo das fontes externas de financiamento. Nesse contexto, as fontes externas adquirem, frente aos recursos internos, importância secundária na explicação do comportamento do investimento. Do ponto de vista econométrico percebe-se a existência de restrições financeiras quando a variação do investimento fixo se mostra sensível à flutuação da disponibilidade de fontes internas de recursos.

Ao investigar os determinantes das restrições financeiras, o estudo pretende contribuir para o debate acerca dos motivos da reduzida participação do crédito no financiamento ao investimento fixo no Brasil. Ademais, a investigação da associação entre política de investimento e sua estrutura de financiamento permite avançar na compreensão teórica e empírica dos efeitos da estrutura de capital das empresas sobre as flutuações da atividade econômica bem como dos mecanismos de transmissão da política monetária sobre o nível de atividade.

1.2. Objetivos

A pesquisa tem por objetivo principal investigar se as empresas brasileiras listadas em bolsa de valores sofreram restrições no acesso a fontes externas de recursos para financiamento de seus programas de investimentos fixos executados ao longo do período de estabilidade monetária da economia brasileira inaugurado com o Plano Real.

Supõe-se *a priori*, que, em comparação com firmas de capital fechado, as empresas de capital aberto tenham maior acesso a fontes externas de financiamento, seja em função do seu porte mais elevado quando comparado com o tamanho médio das empresas nacionais de capital fechado, seja em função do menor risco de crédito em decorrência da maior transparência e facilidade de acesso de credores e investidores às informações econômicas e financeiras.

Ademais, pretende-se investigar se existem diferenças relevantes nos graus de restrições financeiras entre grupos distintos de empresas de capital aberto listadas em bolsa de valores. Exemplificando, empresas abertas de menor porte seriam mais suscetíveis a enfrentar restrições financeiras que empresas abertas de porte superior? Empresas que pagam menores volumes de dividendos estariam propensas a enfrentar maiores restrições financeiras que aquelas firmas que melhor remuneram seus acionistas? Ou ainda, empresas com melhores indicadores de liquidez financeira em seus balanços lidariam com menores restrições financeiras que firmas de baixa liquidez?

Caso os resultados da pesquisa venham sugerir a existência de restrições financeiras aos investimentos fixos de empresas de capital aberto listadas em bolsa de valores, em particular para empresas de capital aberto de menor tamanho, é razoável supor que empresas brasileiras de capital fechado sofram, do mesmo modo, restrições financeiras aos seus investimentos, eventualmente em grau superior aos constrangimentos enfrentados pelas companhias de capital aberto.

Desse modo, pretende-se atingir os **objetivos principais** de pesquisa encontrando respostas para as seguintes perguntas:

As empresas brasileiras de capital aberto, listadas em bolsas de valores, enfrentaram restrições financeiras aos seus investimentos fixos no período de 1995 a 2003?

Quais foram os grupos de empresas brasileiras listadas em bolsa de valores que enfrentaram maiores restrições financeiras aos seus investimentos fixos no período de 1995 a 2003?

1.3. Hipóteses de pesquisa

Espera-se encontrar respostas objetivas para os problemas de pesquisa por meio de testes que verifiquem a validade estatística das hipóteses a seguir relacionadas.

Hipótese 1: As empresas brasileiras de capital aberto, listadas em bolsa de valores, enfrentaram restrições financeiras no seu processo de decisão de investimentos em ativos fixos no período 1995 a 2003.

Sempre considerando o universo de empresas de capital aberto listadas em bolsa de valores, exceto as do setor financeiro e de seguros, são enunciadas as demais hipóteses de pesquisa.

Hipótese 2: Empresas de menor tamanho sofreram maiores restrições financeiras aos seus investimentos fixos no período 1995 a 2003 do que empresas maiores.

Hipótese 3: Empresas que apresentaram maiores taxas de retenção de lucros (ou menores coeficientes de distribuição de dividendos) enfrentaram maiores restrições financeiras aos seus investimentos fixos no período 1995 a 2003 do que empresas com menores taxas de retenção (ou maiores coeficientes de distribuição de dividendos).

Hipótese 4: Empresas de menor liquidez enfrentaram maiores restrições financeiras aos seus investimentos fixos no período 1995 a 2003 do que empresas de maior liquidez.

Hipótese 5: Empresas com maiores níveis de endividamento enfrentaram maiores restrições financeiras aos seus investimentos fixos no período 1995 a 2003 do que empresas menos endividadas.

Hipótese 6: Empresas estrangeiras enfrentaram menores restrições financeiras aos seus investimentos fixos no período 1995 a 2003 do que empresas de capital nacional, privado ou público.

1.4.**Delimitação do estudo**

A delimitação temporal da pesquisa compreende o período da economia brasileira após a implantação do Plano Real, de 1995 a 2003. Buscou-se restringir a pesquisa à fase de estabilidade monetária da economia brasileira devido à menor distorção dos valores nominais quando comparados às demonstrações financeiras publicadas em ambientes de inflação elevada.

A delimitação de escopo da dissertação abarca as empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, em particular as empresas industriais, comerciais e de serviços, sem distinção de origem do capital (nacional ou estrangeiros), natureza do capital (privado ou público), abrangência de atuação (regional ou nacional) ou porte (pequeno, médio ou grande porte).

Por outro lado, instituições financeiras, seguradoras e empresas de administração de recebíveis foram excluídas do estudo devido à reduzida significância econômica dos investimentos em capital fixo em suas atividades produtivas.

1.5.**Relevância do estudo**

No Brasil, o quociente entre volume agregado de concessão de crédito e PIB é reduzido, sendo bem inferior ao de nações desenvolvidas conforme fica evidenciado no Quadro 1.

Quadro 1 - Empréstimos e ativos totais dos bancos como proporção do PIB, no Brasil e em países selecionados (valores em % PIB, 2000)

	Empréstimos	Ativos totais
Brasil	24,8	77,1
Argentina	21,4	57,4
México	21,6	25,0
Chile	70,0	98,4
EUA	45,3	77,3
Japão	84,7	142,0
Área Euro	103,7	258,3

Fonte: Belaisch (2003), p.4.

Conforme observa Belaisch (2003), o sistema financeiro brasileiro, quando medido pela participação dos ativos totais no PIB, tem uma magnitude relativa equivalente ao sistema financeiro norte-americano, embora efetue apenas metade dos empréstimos. Ademais, o sistema financeiro brasileiro é significativamente menor que o do Japão e de países da área do euro.

Por outro lado, nosso sistema financeiro é bem maior que o de países latino-americanos como Argentina e México. Entretanto, ainda assim, no Brasil o volume de empréstimos, como proporção do PIB, é equivalente ao destes países. O Chile tem um sistema financeiro relativamente um pouco maior que o brasileiro, e um volume de empréstimos bem superior.

Trabalhos de autores como Levine (1997), Levine e Zervos (1998) e Carlin e Mayer (2003) mostraram a importância do sistema financeiro para o investimento e o crescimento econômico de um país. É razoável supor que o reduzido nível de concessão de crédito prevalecente no Brasil esteja relacionado ao fato do país vir apresentando uma taxa de investimento¹ muito aquém das necessidades de crescimento do país. Observe-se que desde o fracasso do Plano Cruzado, em 1987, a taxa de investimento da economia brasileira, a preços constantes de 1980, flutua em torno de 16% do PIB, conforme mostra a Figura 1.

¹ Taxa de investimento é o quociente entre a formação bruta de capital fixo (FBCF) e o produto interno bruto (PIB) da economia.

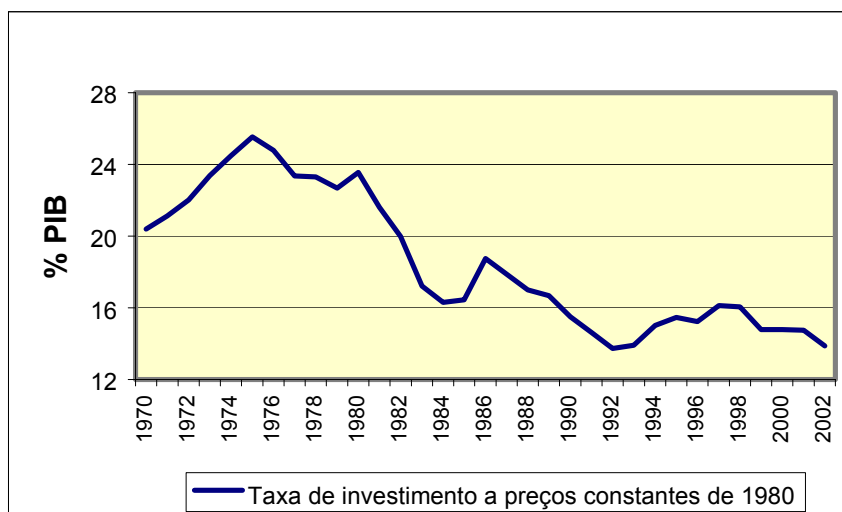


Figura 1 - Taxa de investimento da economia brasileira

Fonte: IPEA, www.ipeadata.gov.br, acessado em 06/10/2004.

Reconhece-se, no entanto, que a pequena parcela de empréstimos concedidos pelo sistema financeiro e a reduzida taxa de investimento da economia brasileira são também consequência de um amplo e diversificado conjunto de fatores institucionais e macroeconômicos, os quais encontram-se fora do escopo da pesquisa. Pretende-se, no entanto, abordar um dos aspectos microeconômicos que afetam o investimento, o problema das restrições financeiras.

Assim, ao estabelecer como objetivo principal do estudo verificar a existência de restrições financeiras ao investimento de empresas brasileiras, bem como identificar os grupos de empresas que são mais suscetíveis a enfrentar tais restrições, pretende-se contribuir para o entendimento dos constrangimentos microeconômicos que dificultam a expansão do investimento das empresas e, por conseguinte, da taxa de investimento e do crescimento sustentado da economia nacional.

Uma melhor compreensão dos fatores que contribuem para ampliar as restrições financeiras ao investimento permitiria aos administradores definir estratégias que promovessem a superação de tais dificuldades. Desse modo, a presente proposta de pesquisa deverá se mostrar relevante para empresas brasileiras dos setores da indústria, do comércio e de serviços na medida em que venha contribuir para a construção de melhores condições de acesso a fontes externas de financiamento.

Entende-se que o estudo também seja relevante para gestores públicos, uma vez que a identificação das fontes de restrições financeiras que afetam empresas brasileiras poderá contribuir para o desenho de políticas públicas, particularmente na área de regulamentação de mercados de capitais e de linhas de crédito de bancos públicos, que possam ampliar o acesso das empresas a fontes externas de financiamento.

A revisão da literatura internacional sobre o assunto objeto desta dissertação revelou a existência de numerosos artigos empíricos publicados sobre restrições financeiras ao investimento focados em empresas de diversos países. No entanto, em relação às empresas brasileiras, identificou-se apenas um trabalho publicado, o artigo de Terra (2003). Desse modo, a presente dissertação também poderá mostrar-se relevante para a pesquisa acadêmica brasileira em Finanças, em especial quanto ao tema das restrições financeiras ao investimento.

Finalmente, espera-se que o estudo também venha contribuir para a pesquisa internacional no tema, produzindo novos resultados sobre empresas brasileiras e assim permitindo ampliar o escopo de comparações internacionais sobre o comportamento de restrições financeiras ao investimento em países diversos.

1.6. Organização do trabalho

Para atingir os objetivos de pesquisa relacionados no item 1.2 faz-se necessário, preliminarmente, executar as seguintes etapas de pesquisa:

- (a) Estudar a literatura sobre teoria do investimento, estrutura de capital e restrições financeiras ao investimento com a finalidade de definir o modelo conceitual utilizado na pesquisa.
- (b) Especificar o modelo econométrico e definir os métodos estatísticos adequados para efetuar os testes.

- (c) Selecionar os dados (*proxies*) que operacionalizarão as variáveis teóricas do modelo conceitual escolhido.
- (d) Elaborar critérios adequados de seleção e segmentação da amostra para avaliar a intensidade das restrições financeiras em grupos de empresas sujeitas a graus distintos de assimetria de informação, tais como grande e pequeno porte, elevada e reduzida liquidez, alto e baixo endividamento, entre outros critérios.
- (e) Coletar os dados, carregar a base de dados de pesquisa e processar estatisticamente os dados segundo o modelo econométrico adotado.
- (f) Analisar e interpretar os resultados confrontando-os com as hipóteses de pesquisa.

O relatório de pesquisa foi organizado em cinco partes. Após esta introdução, o segundo capítulo apresenta o referencial teórico da pesquisa contemplando aspectos conceituais e empíricos sobre teoria do investimento, estrutura de capital, assimetria da informação e restrição financeira ao investimento, entre outros tópicos.

O terceiro capítulo expõe a metodologia de pesquisa aplicada ao trabalho, onde são descritos os critérios de seleção da amostra, de operacionalização das variáveis, de coleta e de tratamento de dados.

No quarto capítulo os resultados dos testes econométricos são analisados e confrontados com as hipóteses de pesquisa.

O quinto capítulo apresenta as conclusões, onde se procura responder as perguntas da pesquisa e indicar questões não resolvidas e possibilidades de desdobramentos para pesquisas futuras.