

# Abordagens das decisões de investir e financiar revisitadas: em busca do papel da ação empresarial na interdependência das decisões

Approaches to revisited investment and financing decisions: in search of the role of entrepreneurial action in the interdependence of decisions.

***Elton Eustáquio Casagrande***

*UNESP – Universidade Estadual Paulista (University of São Paulo State).*

*Programa de Pós-graduação em Administração, Faculdade de Ciências e Letras – Departamento de Economia.*

*Araraquara – SP – Brasil. 14800-901.*

*elton@fclar.unesp.br*

## Resumo

*O objetivo do artigo é analisar a teoria do investimento a partir de trabalhos que estimaram os determinantes do dispêndio em ativos imobilizados segundo o crescimento do mercado, a lucratividade, liquidez e os empréstimos de longo prazo e as abordagens da estrutura de capital. A hipótese do trabalho é que a interdependência das decisões de investir –financiar na abordagem da teoria do investimento não traduziu a complexidade das decisões empresariais relativas à expansão dos ativos, por ignorar as abordagens sobre a estrutura de capital. Ao eleger a revisão da interdependência procuramos contribuir com a literatura a partir do significado da ação empresarial que tem o papel de conciliar as decisões de investir e financiar.*

**Palavras-chave:** *investimento, imperfeições, finanças corporativas, restrição de liquidez, cash-flow, alavancagem*

**Classificação JEL:** *E2; G3; L0*

## Abstract

*The paper analyzes the investment theory, the variables identified as determinants of this spending and the capital structure approach. The hypothesis of the paper is that the interdependence of investment and financing decisions results of an internal entrepreneurial action that controls current assets and liabilities to create sources to finance investment spending. The literature on capital structure admits liquidity constraints and establishes liquidity and leverage levels to reduce asymmetric information problems. The entrepreneurial action is highlighted in the paper with the interdependence analyzes between investment and capital structure approaches.*

**Keywords:** *investment; imperfections; corporate finance; liquidity constraints; cash-flow; leverage.*

**JEL Classification:** *E2; G3; L0*

## 1 Introdução

O objetivo do artigo é analisar a teoria do investimento a partir de trabalhos que estimaram os determinantes do dispêndio em ativos imobilizados segundo o crescimento do mercado, a lucratividade, liquidez e os empréstimos de longo prazo e as abordagens das finanças corporativas. A hipótese do trabalho é que a interdependência das decisões de investir – financiar na abordagem da teoria do investimento não traduziu a complexidade das decisões empresariais relativas à expansão dos ativos, por ignorar as abordagens sobre a estrutura de capital.

Ao eleger a revisão da interdependência procuramos contribuir com a literatura a partir do significado da ação empresarial que tem o papel de conciliar as decisões de investir e financiar.

A complexidade da decisão empresarial não é considerada em detalhes na grande maioria dos estudos das décadas de 80, 90 e 2000. Os estudos sobre o tema estimaram os determinantes do investimento a partir da complexidade de modelos econométricos, mas não exploraram a relevância da ação empresarial em termos da flexibilidade financeira (Aarnes e Ronneberg, 2015; Liu, 2017).

O método do artigo é analítico elaborado a partir das sínteses de estudos empíricos. A unidade de análise é a interdependência e as principais conclusões obtidas expressas pelos artigos.

Os materiais são artigos internacionais que tratam dos determinantes do investimento e se concentram em dois ramos teóricos independentes: 1. A teoria do investimento; 2. As abordagens da estrutura de capital.

As referências estão organizadas de acordo com a cronologia e evidências para economias ocidentais, nas últimas quatro décadas.

Na avaliação das contribuições é feito uma síntese em torno da ideia principal pretendida do artigo: o tratamento da interdependência das decisões de investir e financiar e a ação empresarial com base na flexibilidade financeira (Al-Amri, 2015).

Para tratar da teoria do investimento e a interdependência com o financiamento dividimos o artigo em três seções além desta introdução. Na seção 2 resenhamos abordagens que incorporaram a estrutura financeira na determinação do investimento, destacando como essa via conduziu a novos campos de pesquisa que merecem mais estudos. Na seção 2.1 analisamos a questão da redefinição da noção de restrição financeira. Argumentaremos no sentido de que a redefinição gerou uma certa polarização na teoria e ampliou o espectro do debate teórico. Na seção 2.2 analisamos as contribuições recentes com ênfase na estrutura de capital. Os argumentos para dar suporte aos testes empíricos nessa seção abordam teorias que se preocupam em explicar a decisão de estruturar o financiamento empresarial. Na seção 3 analisamos os resultados dos trabalhos revisitados nas subseções 2.1 e 2.2. e demonstramos a ação empresarial em sua complexidade. Na conclusão, seção 4, enfatizamos que a ação empresarial é o instrumento que estabelece a coerência entre as decisões de investimento e financiamento. A interdependência ocorre por meio de variáveis que podem ser flexionadas ora em favor do gasto do investimento ora do financiamento.

## 2. Revisitação das contribuições na Teoria do Investimento - cronologia dos estudos até os anos 2000

Procuramos organizar autores nesta seção que expuseram as relações entre investimento e financiamento dentro do escopo das restrições financeiras. Uma vez admitido que os mercados financeiros não são perfeitos, mas imperfeitos, a restrição financeira os acompanha enquanto característica. As quatro sínteses apresentadas a seguir oferecem uma visão mais acabada do debate.

Bruinshoofd (2003) analisou os avanços alcançados pela teoria quando sintetizou o debate na última década do século XX. Sua revisão da metodologia e dos resultados conseguidos em 22 estudos, realizados no final dos anos 90 e início de 2000, apoiaram-se em variáveis cujo significado poderia ser dúbio, revelando toda a dificuldade em testar a teoria. O autor demonstrou que, no conjunto dos trabalhos, as restrições financeiras eram importantes; que o *cash-flow* (soma dos lucros e depreciação) demonstrava-se como variável estatisticamente relevante, na maior parte dos estudos, e que o método de estimação importava para captar melhor as relações econômico-financeiras.

Anteriormente Pindyck (1991) havia concluído que a riqueza teórica, criada no interior da teoria, encontrava em suas grandes indefinições empíricas sua maior atratividade. Isso porque a teoria do investimento evoluiu a partir da possibilidade de ser testada, e os resultados empíricos passaram a influir por demais sobre as concepções ainda simples dessa teoria.

Em sintonia com Pindyck (1991), Chirinko (1993) também analisou a evolução da teoria do investimento, sintetizando os avanços e indefinições que motivaram testes empíricos com equações na forma reduzida até o uso das equações de Euler, que permitia conceber a noção de otimização explícita.

Hubbard (1998) discutiu o problema de classificação *a priori* das firmas segundo o grau de restrição de liquidez possivelmente enfrentada por elas em diferentes amostras. O autor argumentou que a relação entre restrição de crédito e a comprovação empírica não era direta, havendo problemas na formulação de alguns pressupostos em diversas contribuições. Apontou também esse autor as limitações do uso da taxa  $q$  de Tobin e as vantagens e desvantagens do uso das equações de Euler, bem como auto-regressão de vetores.

O instrumental econométrico, meio pelo qual a teoria do investimento é constantemente testada, em si oferece uma gama variada de problemas que dificulta o julgamento sobre os resultados alcançados. O confronto oriundo desses resultados e a própria teoria se apresentam como insatisfatórios para explicar com precisão os determinantes do investimento. Ao se considerarem as relações teóricas sobre a decisão de investir e, por conseqüência, seus determinantes e formas de mensuração, encontramos as fontes das imprecisões, sendo um desafio tratá-las.

Os quatro autores acima consideraram métodos de estimação, a composição das amostras com características das empresas que as compunham e os critérios para separá-las entre restritas e não restritas. A revisão feita por eles inclui uma grande quantidade de estudos de várias procedências geográficas. Esses estudos procuraram oferecer uma explicação coerente da interdependência das decisões de investir – financiar.

Contudo, em nenhum dos quatro estudos acima existe o tratamento das condições que propiciam a liquidez ou a gestão de passivos, como meios para que a aquisição

de imobilizados fosse feita. A ênfase dos artigos resenhados pelos autores recai nos micro-fundamentos.

O desenvolvimento dos micro-fundamentos das modernas teorias do investimento partiu do questionamento de que a proposição de taxas de juros simétricas para diferentes tipos de agentes mantinha-se coerente com as evidências. Akerlof (1970) sugeriu que problemas relacionados com a circulação de informações criariam um *lemon's premium* sobre a emissão de ações, enquanto que Jensen e Meckling (1976) apontaram para o *debt default premium* que pode emergir devido ao conflito de interesses entre os administradores das empresas e os donos e/ou os seus financiadores, denominado na literatura de *agency problems*.

Em termos práticos os micro-fundamentos também criaram implicações para os estudos empíricos quando passaram abordar a estrutura de capital ótima, que poderia ser identificada enquanto uma meta por uma corporação, e abordagens rivais como da hierarquia financeira.

Ao tomar como referencia a hipótese da hierarquia financeira os estudos empíricos, sob a ótica da assimetria das informações, minimizaram a relevância da estrutura de capital. Porém, com o conceito de hierarquia ficou mais evidente a capacidade de se observar empresas com diferentes graus de acesso aos mercados creditícios e de capitais.

A partir dos questionamentos propostos por Akerlof (1970) e Jensen e Meckling (1976), um conjunto de autores, inseridos nos novos programas de pesquisa propostos pela abordagem novo-keynesiana, passam a se dedicar ao melhor entendimento dos aspectos financeiros sobre as decisões dos agentes econômicos. Stiglitz e Weiss (1981) mostraram que os agentes emprestadores não conseguem fazer uma discriminação de preços entre bons e maus tomadores, justamente devido aos problemas da assimetria das informações. Com a seleção adversa alguns receberiam o capital demandado, outros teriam seus pedidos negados. Esse fenômeno foi denominado pelos autores como equilíbrio com restrição de crédito.

A noção de imperfeições nos mercados de crédito foi estendida para o mercado acionário em Greenwald, Stiglitz e Weiss (1984). A assimetria das informações faz com que os valores das ações de uma firma negociados no mercado secundário apresentem-se em níveis inferiores ao valor esperado, caso as reais expectativas dos retornos futuros fossem de conhecimento geral. Esse processo de *underpricing* nos mercados secundários gera pressões sobre a captação de recursos no mercado primário, permitindo o aparecimento do *underwriting*. A ignorância dos investidores frente a perspectivas dos projetos faz com que esses exijam um maior retorno sobre as suas aplicações, diminuindo o valor das ações.

Outra implicação da constatação das imperfeições nos mercados financeiros, tais como a assimetria de informações, *agency problems* e *financial distress*, esteve relacionada com o aprimoramento do que se denomina *corporate finance*. As variáveis financeiras de uma empresa precisam agora ser explicadas melhor. Nesse sentido, Myers e Majluf (1984) propuseram, como mencionado acima, a *pecking order hypothesis*. De acordo com os autores haveria uma preferência das firmas por fundos internos para financiar o investimento. No entanto, caso fosse necessário recorrer ao capital externo o crédito seria preferido à emissão de ações. A escala de preferência estaria expressa em função dos custos das distintas fontes de recursos.

Sem romper com as noções neoclássicas de otimização do capital, Fazzari e Athey (1987) se propuseram a incorporar as imperfeições dos mercados financeiros no pro-

blema de maximização do valor presente da firma e, conseqüentemente, na determinação no nível ótimo de investimento.

A tentativa desse grupo de autores era de demonstrar que, uma vez considerada as imperfeições, as variáveis financeiras internas da firma apareceriam como determinantes na decisão de investir. A existência das imperfeições levaria ao surgimento de um risco adicional para os investidores e, com isso, um *spread* entre os custos do financiamento interno e externo. Assim, essas fricções do mercado tornariam a liquidez interna das firmas uma condição relevante para o investimento, configurando a presença das restrições financeiras.

Empiricamente, a proposição dos autores era a de que os gastos em investimento deveriam ser sensíveis a variáveis representativas das disponibilidades internas das firmas. Dentre essas, a que mais recebeu destaque foi o *cash-flow*, uma medida de lucro econômico que soma o lucro líquido contábil ao valor da depreciação. Contudo, o uso dessa variável recebeu severas críticas, visto que além de ser *proxy* para disponibilidades a mesma poderia representar oportunidades de lucro e, assim, a possível sensibilidade seria enganosa.

No entanto, a publicação seminal de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) criou amostras independentes de empresas, as quais passaram a ser divididas em grupos distintos. Os grupos foram divididos segundo o grau de retenção de dividendos, que representa uma política fundamental para os investidores no mercado de capitais nos Estados Unidos.

Para os Estados Unidos observar a política de distribuição de dividendos das empresas foi coerente como critério para separar empresas porque a distribuição tem forte efeito sobre o consumo. Famílias fazem aplicações em ações para obter dividendos e/ou ganhos de capital. Com isso podem alavancar ou quitar seus gastos.

Ao menos este era o entendimento vigente e recentemente discutido por Kueng (2016). Segundo o autor fluxos previsíveis de caixa podem tornar o gasto de consumo mais elástico quando as disponibilidades na forma de rendimentos aumentam. Por outro lado, Baker e Wurgler (2016) não encontraram razões para tomar a política de distribuição de dividendos como um meio utilizado pelas empresas para valorizar a riqueza dos acionistas e da própria empresa.

No período analisado por Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) a importância da política de dividendos se traduzia na capacidade de distribuir lucros e de investir. A não distribuição, embora reforçasse o entendimento da restrição de liquidez, ignorava por outro lado que o acúmulo de caixa livre permitia o aproveitamento de oportunidades lucrativas de investimento, levando a empresa a prescindir de empréstimos ou financiamentos.

Na ocasião do estudo, Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) permitiram minimizar as distorções causadas pela correlação entre as oportunidades de investimento e as variáveis de liquidez interna da firma, no caso o *cash-flow* ao trabalhar com amostras segregadas. Embora os estudos empíricos anteriores dos autores novo-keynesianos apontassem para uma significação estatística das variáveis de liquidez da firma na determinação dos gastos em investimento, essa era apontada, fundamentalmente, como um resíduo da mensuração imperfeita das oportunidades de investimento, via “q” médio.

Ao dividir as firmas em grupos, Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) passaram a considerar a importância relativa da liquidez interna das firmas para o investimento, visto que, se o resíduo da correlação existisse, este estaria presente em ambos os grupos.

O outro aspecto essencial foi a percepção de que as imperfeições não afetam empresas com características diferentes de maneira semelhante. Com o critério *a priori* os autores conseguiram demonstrar a importância das variáveis financeiras para a realização de investimentos, que tomou a seguinte forma:

$$I_t / K_t = \beta_0 + \beta_1 Q_t + \beta_2 (E / K)_t + \mu_t, \quad (1)$$

na qual  $E[\beta_1] = 1/b$  e  $E[\beta_0] = a$ , CF é *cash-flow* e Q que representa o valor de mercado dos ativos e o custo de reposição dos ativos fixos.

A proposição central de que a sensibilidade do investimento às variáveis de liquidez interna da firma, expressas em Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) pelo *cash-flow*, cresceria com o aumento da exposição das firmas às restrições financeiras foi testada em vários outros estudos. Bruinshoofd (2003) encontrou somente nos EUA 16 estudos que se seguiram ao de Fazzari Hubbard e Petersen (1988), investigando novos critérios de seleção, modelos econométricos alternativos e diferentes amostras. O autor apresenta outros 22 estudos para o resto do mundo, em países que vão desde o Canadá, Alemanha, Itália, até o Equador. De maneira bastante significativa, esse conjunto de estudos tende a comprovar maior sensibilidade do investimento às variáveis representativas das disponibilidades para as firmas teoricamente mais expostas às imperfeições do mercado, termo este empregado pela abordagem da teoria neokeynesiana. Em particular, o autor afirma que, apesar das dificuldades em torno da variável *cash-flow*, seu uso é recorrente e os resultados surpreendentes na explicação do investimento.

No que se refere à necessidade de se pensar a política de investimento juntamente com a de financiamento, as críticas de Kaplan e Zingales (1995, 2000) parecem ser bastante sugestivas da significância do problema. Para esses autores, o processo de classificação das firmas, entre restritas e não restritas às fontes de financiamento externo, é um pouco mais complexo do que sugerido pela metodologia originária em Fazzari, Hubbard e Petersen (1988). Os autores chamam a atenção para a necessidade de se pensar em termos de *corporate finance* na hora de dividir as empresas. As críticas desses autores são de extrema importância para o debate e, por isso, merecem ser estudadas em maiores detalhes na próxima seção.

Na linha crítica do parágrafo acima a complexidade das finanças corporativas surge como elemento crucial e que vem a sustentar a hipótese deste artigo. Na sequência dos estudos, não observamos testes empíricos que valorizassem tal argumento. A ênfase continuou a recair na forma de tratar das restrições.

Hubbard (1998) destacou que as principais dificuldades estavam relacionadas com a classificação *a priori* das firmas, a consistência do "q" de Tobin como *proxy* das oportunidades do investimento e a independência entre as variações na liquidez da firma e as oportunidades de investimento. Em suma, esses aspectos problemáticos sugerem que o grau de dificuldade de acesso aos mercados financeiros é dinâmico e depende de uma trama mais complexa de fatores do que até então havia sido tratada.

A relevância das oportunidades de investimento está no fato de o seu nível ser capaz de determinar se as condições adversas de financiamento externo serão restritivas ao investimento ou não. Dito de outro modo, uma firma com baixas oportunidades de investimento talvez seja insensível a esse acesso ao mercado financeiro, uma vez que, suas necessidades de recursos podem ser facilmente satisfeitas. Diferentemen-



te dos demais estudos, Hu e Schiantarelli (1994) abordam esse relevante problema procurando considerar apenas as empresas para as quais as dificuldades de acesso externo restringem os gastos em investimento.

O segundo aspecto problemático dos estudos empíricos do investimento, apontado por Hubbard (1998), está relacionado com a imperfeita aproximação do “q” médio de Tobin com as oportunidades de investimento. Segundo o autor, a ideia contida no “q” é importante, pois relaciona o investimento com o aumento no valor da firma trazido pelo aumento no estoque de capital. Contudo, alguns fatores tornam a aproximação entre esses imperfeita, como o valor do “q” médio, calculável, e o “q” marginal, não passível de mensuração. Ambos os valores só são simétricos quando a função do custo de ajustamento do capital médio for idêntica à função do custo de ajustamento marginal. Um segundo problema da aproximação se refere ao fato de que o “q” construído a partir dos dados financeiros só representa as oportunidades de investimento sob circunstâncias específicas, as quais, segundo Hubbard (1998), possuem dois pressupostos passíveis de serem violados facilmente: a presença de concorrência imperfeita nos mercados de produtos e a existência de assimetrias nos mercados financeiros.

Abel e Blanchard (1986) já haviam apontado para essa dificuldade ao examinar o comportamento cíclico do investimento para a indústria americana, e trabalharam na especificação entre o “q” de Tobin médio e o “q” marginal. Os autores construíram uma medida do “q” marginal para estimar o comportamento do investimento, criada a partir do valor presente esperado do lucro marginal. Segundo os autores, o “q” marginal construído ofereceu um poder explicativo do investimento semelhante aos estudos que utilizaram o “q” médio. Porém,

*The fact both types of measures of q, which are constructed in very different manners, leave large serially correlated residuals in investment suggest that there may be other important factors which are not captured by q. (Abel e Blanchard, 1986, p.249).*

Finalmente sobre problemas com a taxa “q”, a evolução teórica dentro da teoria da decisão, que inclui no seu repertório o método das opções reais, também complicou a capacidade analítica sobre a lucratividade de um projeto de investimento.<sup>1</sup>

Na tentativa de minimizar as dificuldades com a taxa “q”, os estudos empíricos passaram a estimar os efeitos das oportunidades de investimento de maneiras distintas: I) a equação de Euler e II) auto-regressão de vetores (VAR). Whited (1992), Hubbard, Kashyap e Whited (1995) são trabalhos que utilizam a estimação via equação de Euler. Contudo, embora o método seja eficiente para enfrentar os problemas de mensuração do “q” marginal, ele pode se mostrar ineficiente para testar o comportamento de firmas que não variem a sua condição relativa de restrição de um período para o outro. Isso acontece, pois o método da equação é baseado na estimação das mudanças de um período para o outro a partir das condições de primeira ordem do processo de maximização das firmas.

Por fim, o último aspecto não satisfatório na teoria do investimento para Hubbard (1998) se refere à relação entre liquidez e oportunidades de investimento. Para se

1 O método das opções conduz a firma a exercitar, no presente, sua perspectiva de valor futuro diante das opções realizadas e que superam as condições oferecidas pelos métodos tradicionais. O uso desse método ampliou o espectro analítico empresarial, e diminuiu a importância da lucratividade esperada como o elemento crucial da decisão de investir.



entender o modo e o grau que essas disponibilidades de recursos internos à firma influenciam as decisões de investimento é necessário não apenas ter uma precisa medida das oportunidades de investimento, mas também identificar variações nessas disponibilidades que independam das mudanças nas oportunidades. Se utilizarmos o *cash-flow* como uma aproximação para a liquidez da firma, é preciso investigar como lucro mais depreciação, o *cash-flow*, pode variar sem se alterarem concomitantemente as expectativas futuras sobre os negócios.

No conjunto dos estudos a ênfase é de identificar as variáveis que comandam a decisão de investir, inserindo-as no modelo como independentes a partir do controle das amostras. A discussão recaiu para uma melhor definição das restrições e a forma de identificá-las.

Nossa crítica a essas abordagens é que os estudos conceberam o investimento como determinado pelo fluxo de interno de financiamento às empresas como forma de demonstrar que a hipótese da assimetria de informações sustentava a noção de mercados financeiros que racionam liquidez e crédito. Pouca atenção foi dada a complexidade das decisões e as interações entre as variáveis que financiamento o investimento, representada pela política de estruturação de capital.

## 2.1 Restrição financeira e finanças corporativas – questões metodológicas

Uma das críticas mais importantes e profundas que a metodologia de investigação da influência das restrições financeiras sobre o investimento recebeu foi a de Kaplan e Zingales (1995, 2000). No trabalho de 1995 os autores realizaram uma análise minuciosa das firmas consideradas por Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) como financeiramente restritas, e argumentaram que a sensibilidade do investimento ao *cash-flow* não crescia de forma monotônica com relação ao grau de restrição financeira a que as firmas estavam expostas.

Ao apontarem problemas na relação entre sensibilidade do investimento ao *cash-flow* e grau de restrição financeira, Kaplan e Zingales (1995, 2000) estavam no fundo questionando toda a metodologia de pesquisa que havia se seguido ao trabalho de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), a saber, a de que uma maior sensibilidade do investimento às variáveis representativas das disponibilidades internas para firmas consideradas *a priori* com acesso mais difícil aos mercados de fundos externos significaria restrição financeira. Cabe destacar que os autores não estavam questionando a importância de variáveis financeiras na determinação do investimento, mas apenas a forma como esta estava sendo proposta. A relação entre investimento e restrição financeira deveria ser pensada em bases mais amplas do que apenas a sensibilidade do investimento ao *cash-flow*.

A inovação de Kaplan e Zingales (1995) esteve relacionada com sua forma de definição de restrição financeira. Diferentemente de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) e dos estudos que se seguiram a esse, Kaplan e Zingales (1995) não utilizaram como medida de restrição financeira a noção de *spread* entre o custo dos recursos obtidos externamente e o dos obtidos internamente, através das operações da firma. A visão dos autores sobre restrição estava relacionada com disponibilidades de recursos, isto é, excesso de liquidez interna. Para eles, uma firma poderia ser considerada como não sofrendo restrição financeira se pudesse investir mais em um dado momento do tempo do que o realmente investido.

A fim de captar essa distinta visão de restrição financeira, Kaplan e Zingales (1995) abandonaram a utilização de critérios *a priori*, tal como política de dividendos, participação em conglomerados industriais, tamanho, negociação de títulos no mercado de capitais, entre outras, conforme havia sido feito até então. Os autores utilizaram uma mistura de índices qualitativos, obtidos a partir dos relatórios anuais e das discussões da administração sobre liquidez, com índices quantitativos, como alavancagem, cobertura de juros, *financial slack*, entre outros.

A consideração de indicadores qualitativos certamente capta um ponto crítico da divisão das firmas a partir de critérios *a priori*: a sua superficialidade. A escolha desses critérios de agregação das empresas é um marco de divisão com perfil elevado de generalidade. Acaba-se por agrupar em torno de uma mesma idéia empresas com características econômicas e financeiras diversificadas. Concomitantemente, como esse tipo de estudo de dados agregados se faz através de medidas de tendência central, os resultados obtidos são de certo modo superficiais e tendem a suprimir características relevantes para o estudo da relação entre o financista e o empresário investidor, conforme foi sugerido por Kaplan e Zingales (1995).

A situação vivida por cada empresa é, com razão, por demais particular para poder ser captada em critérios *a priori*. No entanto, a formulação de teoria precisa caminhar do singular para o geral. A grande contribuição das respostas dadas por Fazzari, Hubbard e Petersen (1996), às críticas levantadas por Kaplan e Zingales (1995) está na percepção de que mesmo os indicadores mais específicos das empresas podem levar a interpretações contraditórias. Os autores argumentam que critérios qualitativos são subjetivos e dependem da interpretação de cada leitor. Além disso, segundo os autores não existiria nenhum incentivo para os administradores revelarem plenamente situação da firma nos relatórios. Contudo, é inegável que os relatórios são elaborados com base em normas de transparência e de governança corporativa e revelam informações valiosas sobre a decisão empresarial.

Deve ser ainda contemplado o fato de que as críticas de Kaplan e Zingales são mais pertinentes a estudos que utilizam separação *a priori* de forma apenas quantitativa e genérica. Outros trabalhos procuram dar aos critérios *a priori* um fundo qualitativo, ao observar as características da realidade financeira de cada grupo de empresas em particular. Em Acioli (1998), que retrata evidências do *corporate finance* na Alemanha, as relações estreitas entre bancos universais e empresas são destacadas. Leis e aspectos institucionais interferem diretamente no formato do financiamento em situações cíclicas nesse país. Logo, qualquer teste perderia valor se não fossem observados aspectos relevantes entre a interação banco-firma que minimiza as imperfeições. Neste caso, a teoria não pode ser aplicada de maneira ingênua. O mesmo cuidado teve Schaller (1983) no estudo do Canadá e Hoshi, Kashyap e Sharfstein (1991) no estudo sobre o Japão.

No que se refere aos critérios de classificação quantitativos, trabalhados por Kaplan e Zingales (1995), os autores passam a utilizar critérios mais diretamente relacionados com a política financeira das empresas, tais como grau de alavancagem, *financial slack*, entre outros.

Cleary (1999) avaliou as críticas dos estudos que procuraram demonstrar explicar a sensibilidade do investimento com liquidez. O autor demonstrou que as preocupações da gerência das empresas de uma maneira geral, e não só de empresas que apresentavam elevada sensibilidade do investimento à liquidez, com a elevada liquidez para

atenuar os riscos de iliquidez frente às situações de mercado se justificavam. Logo, as empresas com acesso aos mercados de crédito mantinham uma elevada reserva de liquidez tanto para aproveitar oportunidades de investimento quanto para manter sua condição de “bom” pagador frente a possíveis credores.

O excesso de liquidez não era sinal da consequência das restrições financeiras, mas uma ação empresarial deliberada com meta e objetivos que assegurava a transmissão de informações aos credores.

Hovakimian e Titman (2006) examinaram a relação entre os recursos obtidos pelas empresas de capital aberto nos Estados Unidos, no período de 1997 a 2000, originados das vendas de ativos e o gasto de investimento em novos ativos. Essa fonte se demonstrou importante nos testes econométricos. Os autores combinaram a noção do *financial slack* a partir da relação lucros/total de encargos financeiros. Observaram os autores que durante no período essa relação e a evidência de venda de ativos fixos foram importantes para dar suporte ao *cash-flow* na determinação do novo investimento. O pressuposto é que a venda de ativos fixos pode indicar uma situação financeiramente difícil. Os resultados mostraram que a redução de ativos fixos através de vendas de imobilizado era importante para financiar novas aquisições de ativos fixos para as firmas com o total de lucros antes do juro, imposto e amortização menor que 80% das despesas com encargos financeiros.

Se pensarmos em restrição financeira como uma dificuldade de acesso aos mercados financeiros, certamente a proposição de Kaplan e Zingales (1995, 2000) representa um avanço, uma vez que investiga diretamente a estrutura financeira das empresas. Tal como fica evidente em Hubbard (1998), os autores inseridos no debate teórico já reconheciam a necessidade de se pensar política de investimento conjuntamente com política de financiamento. Contudo, como em geral ocorre com todo avanço teórico, essas novas proposições não deixaram de ser acompanhadas de novos questionamentos e dificuldades. No caso específico, a necessidade de se considerar a política financeira trouxe para o debate do investimento outro debate teórico já existente, o realizado no *corporate finance*. Se a validação das imperfeições nos mercados financeiros elevou a importância da estrutura financeira para a determinação do investimento, a necessidade de se aprimorar a definição de restrição financeira revelou a impossibilidade de independência entre *corporate finance* e teoria do investimento. Neste sentido ganhou força a importância das informações.

Hovakimian e Titman (2006) procuraram qualificar melhor as variáveis relevantes na investigação empírica a partir da busca por informações contidas nos relatórios das empresas. A importância da qualidade e da clareza das informações permitiu aos autores a incorporação de uma nova variável no modelo econométrico com o fim de filtrar empresas restritas das não restritas.

A visão de dificuldades inerentes a essa nova fase do debate está relacionada com o fato de que muitas das questões levantadas no *corporate finance* ainda não possuem respostas bem definidas. Um bom exemplo está na discussão sobre estrutura de capital. A visão de uma hierarquia de financiamento, tal como proposta por Myers e Majluf (1984), opõe-se a visão de níveis ótimos para as variáveis da estrutura de capital.

Outro tipo de dificuldade que também aparece ao ser considerados os indicadores financeiros mais diretamente está relacionada com a noção de grau relativo da variável. Um exemplo intrigante é o paradoxo da liquidez, conforme apresentado por Myers e Rajan (1995). Baixos índices de liquidez podem implicar em dificuldade de financia-

mento, da mesma maneira que níveis elevados. Além desse aspecto, merece destaque também o grau de alavancagem da firma. Esse pode ser interpretado tanto como indicador de acesso aos fundos externos, como de aflição financeira (*financial distress*).

A contratação de empréstimos de bancos que participam de conglomerados junto a firmas não financeiras serve de exemplo de que a verdade absoluta não pode ser facilmente determinada somente tendo em vista apenas o nível das variáveis quantitativas. Nesse caso, os empréstimos jamais serão qualificados em relatórios como um artifício para reduzir o lucro tributável, uma vez que dele serão deduzidos os juros. O lucro residual que compõem o *cash-flow* é reduzido, e um volume menor de recursos próprios estará sendo gerado para financiar investimentos. A participação de empréstimos poderá ser interpretada como a principal fonte de financiamento. O problema é que nada disso estará ocorrendo de fato. O pagamento de juros poderá voltar como rendimentos aos acionistas majoritários através de pagamento de dividendos ou de outras formas de renda através do banco que recebe os juros do empréstimo realizado. O âmago das decisões empresariais cruciais é muitas vezes inalcançável.

Para apresentar a dificuldade de forma clara, a interpretação do significado de um indicador financeiro é tanto mais precisa quanto mais se conhece da empresa investigada. Estrutura de mercado e estratégia de crescimento são variáveis-chaves nesse sentido. Mas, como fica então a questão da formulação da teoria, isto é, caminhar do particular para o geral? Estavam Kaplan e Zingales (1995) certos ao considerarem os critérios qualitativos como ponto de apoio à interpretação dos indicadores financeiros?

Os estudos na área de finanças procuram elucidar essas questões, oferecendo soluções simples para a investigação da saúde financeira das empresas, tal como em Brealey e Myers (1996). Os indicadores têm que ser comparados dentro de um setor produtivo, sendo os extremos da distribuição de frequência dos mesmos casos passíveis de sujeição a problemas. Embora a proposta do autor seja muito sugestiva, até que ponto ela pode ser estendida? Seria a estrutura de mercado o melhor parâmetro para a comparação das empresas?

Em outra ponta, há um grande número de empresas pertencentes a grupos ou *holdings* que podem estabelecer relações financeiras entre si. Nesses casos, um critério de delimitação poderia não ser muito elucidativo; dada a interdependência financeira de empresas ligadas a setores produtivos distintos. Assim, reforça-se a concepção de que as informações qualitativas são de grande valia para poder melhor entender a estrutura financeira das empresas, isto é, suas potencialidades e fraquezas.

Em suma, no fundo da intuição teórica, a proposta de se separar as empresas entre restritas e não restritas está intimamente relacionada com a tentativa de se criarem grupos homogêneos de empresas no que se refere ao acesso aos mercados financeiros. Porém, não é tão claro se durante as fases de flutuações econômicas as assimetrias tornam-se mais ou menos severas e nem tão simples identificar quando uma firma está numa situação de restrição e quando não está.

Sem uma concordância em torno do conceito de restrição financeira o debate ficou polarizado, no sentido de que distintas concepções de restrição implicam em classificação diferente das empresas e, portanto, em conclusões diferentes sobre o entendimento do investimento.

Não é surpresa que grande parte da literatura recente tem se concentrado em buscar inovações e métodos econométricos para tentar superar essas limitações, diante da flexibilidade que existe nas atividades de gerência financeira e de tesourarias

das empresas. Essa flexibilidade e as alternâncias na busca pelo lucro e pela maior participação no mercado acabam por dificultar a identificação dos determinantes do investimento. A engenharia financeira dando suporte as decisões de produção e de investimento reduzem a precisão que os modelos necessitam para identificar os determinantes daquele gasto.

## 2.2. A Interdependência das decisões e estudos recentes

Na concepção dos micro-fundamentos combinados com a teoria do investimento o foco analítico se restringiu na explicação do gasto e não na interação com o financiamento e o que isso possa vir a representar para as corporações em termos patrimoniais. São os estudos relativos à estrutura de capital que trazem ao debate a investigação quanto à interdependência das decisões e a valorização da coordenação entre as decisões. Nesta linha, procuramos selecionar artigos que tratam da preocupação com a liquidez frente às necessidades de investimento que encontram, o custo de agência, a precaução e o grau de alavancagem.

Sayyad e Ulvenäs (2012) analisam a flexibilidade financeira como uma ação estratégica que incorpora a preocupação com a estrutura de capital. A política de investimento está contida nos planos estratégicos e para que seja implementada deve elevar o valor de uma corporação. Os autores consideram a necessidade de liquidez *ex-ant*, como meio de viabilizar a estratégia (p. 19).

Isto não significa que a política financeira manterá a liquidez elevada e níveis baixos de alavancagem permanentemente. Os autores controlam as oportunidades de investimento existentes para as empresas ao testar ambas as condições hipotéticas. O artigo argumenta que a decisão de manter baixos níveis de alavancagem tem por objetivo transmitir ao mercado informações qualitativas de bom gerenciamento e capacidade de liquidar pagamentos em níveis superiores às médias existentes no mercado.

Wu e Yeung (2012) analisaram o crescimento das firmas e a relação ao que denominam de persistentes níveis diferentes de alavancagens entre firmas, de acordo com a tipologia de seus ativos. Os autores estabelecem uma premissa de que as imperfeições de mercado encontradas pelas firmas são persistentes. A persistência se explica porque há firmas com mais ativos tangíveis do que intangíveis e vice-versa. Há firmas com mais problemas de assimetria de informações com relação a suas taxas de crescimento do que com relação aos ativos instalados (*assets-in-place*). Por outro lado, outras terão mais assimetrias com relação aos ativos imobilizados, o que significa que esses estão sobre ou subavaliados ao aceitarem projetos com alta ou baixa taxa de retorno, do que com suas taxas de crescimento.

Ao incorporar as alavancagens os autores consideram explicitamente à política financeira, ou seja, a composição da estrutura de capital. A combinação de firmas assimétricas quanto a composição dos ativos imobilizados e suas taxas de crescimento tornam também complexa a obtenção de financiamento ou o estabelecimento de uma estrutura de capital como meta.

Segundo a visão dos autores o custo de capital de terceiros e do capital próprio estarão influenciados pela dificuldade de associar um cálculo seguro quanto ao risco (beta na equação do CAPM). Wu e Yeung (2012) enfatizam o risco da alavancagem, (retorno do patrimônio líquido sobre o retorno dos ativos) segundo o entendimento dos credores que revelam maiores preocupações com a capacidade de pagamento



das empresas segundo o perfil dos ativos, do que as possibilidades de crescimento dos lucros em função do endividamento contratado.

O artigo de Ben Ayed e Ghorbel Zouari (2014) utiliza os estudos de assimetria de informações e financiamento empresarial dos últimos 20 anos para testar o modelo de determinantes do investimento em P&D na Tunísia nos anos de 2007 a 2009. As variáveis explicativas são a liquidez interna, endividamento, custo de endividamento, gastos com fornecedores e similares, tamanho do ativo e porcentual de imobilização dos ativos. Os resultados mostraram que a liquidez, tamanho dos ativos e gastos em pesquisa e desenvolvimento são positivamente relacionados com a variável binária inovação (declarada pelo entrevistado). O endividamento e seu custo estão negativamente relacionados ao esforço inovativo.

Aarnes e Ronneberg (2015) analisam a disposição de manter excesso de disponibilidades acima das necessidades operacionais em empresas públicas e privadas devido aos motivos de precaução, custos transacionais para transformar ativos em disponibilidades, custo de agência, tributação – quando empresas tem bases multinacionais e procuram postergar repatriações de lucros e estrutura competitiva de mercado. Os autores também avaliam econometricamente o desempenho dos dois grupos ao observarem o retorno sobre os ativos e a política de dividendos.

O período do estudo é de 2002 a 2012 com empresas norueguesas. As informações das demonstrações contábeis após o tratamento dos dados levou a formação de uma amostra. Dada a complexidade do trabalho com os dados é importante a leitura direta:

*In the original dataset we have 3,454,096 firm-year observations for 21 years (1992-2012). Following prior work including Opler et al. (1999), Gao et al. (2013), and Asker et al. (2014), we exclude financial firms and foreign firms. Further, we only keep limited liability companies to construct a sample of private firms best suited to compare with the public firms. We only keep observations with positive sales and total assets. We exclude observations with missing values in key variables, such as cash holdings or whether the firm is public. The cleaned full sample consists of 780,571 firm-year observations, 23% of the original observations. There are 155,566 unique firms and 13 years (2000-2012) of observations. The sample consists of 779,113 private and 1,458 public firm-year observations. (p. 15 -16).*

Na busca por identificar a determinação das disponibilidades – liquidez, os autores estimaram (OLS) para empresas públicas e privadas empregando as variáveis: o tamanho dos ativos; os lucros antes dos juros, dos tributos e depreciação; crescimento das vendas; alavancagem; empréstimos públicos; capital circulante líquido; investimento bruto; distribuição de dividendos; gastos com pesquisa e desenvolvimento; idade das empresas; obrigações correntes.

Os resultados demonstraram que as empresas públicas mantêm mais disponibilidade/liquidez em função do problema de agência do que as empresas privadas. O desempenho das empresas públicas é inferior ao das empresas privadas, de acordo com as estimações.

No artigo de Al-Amri et al. (2015) as disponibilidades de recursos de curto prazo ou liquidez são meios para enfrentar situações críticas e recessivas. O excesso de liquidez é definido como o volume acima do que seria necessário para financiar o investimento operacional corrente. A gestão contábil conservadora é definida como um instrumento de governança através da antecipação das perdas futuras e ganhos não auferidos (p. 103).



A contabilidade conservadora combinada com a decisão de manter elevados níveis de liquidez reduzem os efeitos das assimetrias de informação, de acordo com a revisão da literatura feita por estes autores. Para completar o quadro de investigação os autores também consideram a importância da liquidez como comportamento precaucional. O argumento é baseado nas expectativas das Diretorias ao prever restrições creditícias futuras em seus mercados, tanto em função do funcionamento dos mercados de crédito quanto da avaliação da atividade econômica.

O estudo foi feito para a Europa e países do Oriente Médio no período entre 2003 e 2012 para os setores de bens duráveis, não duráveis, energia, química, serviços, saúde e indústria de transformação. Os resultados demonstraram que a prática de governança – contabilidade conservadora e elevada liquidez influenciou as decisões de investimento das corporações, em particular as públicas. De acordo com a metodologia.

*In order to correctly classify the contemporaneous status of firms, we search for all key event dates and identify initial public offerings and delistings from the stock market. We then reclassify a firm as public or private based on these key dates. We also exclude firm year-observations to make sure we correctly account for differences in cash holdings between public and private firms. The initial raw sample of firms in GCC countries from CIQ consisted of 7960 firm-year observations and 796 distinct firms. After applying the above criteria, the final sample has 3330 firm-year observations and 442 unique firms, of which are 635 firm-year observations representing 139 distinct private firms and 2695 firm-year observations representing 353 distinct public firms (p. 107).*

As gerências, segundo o estudo, foram seletivas na escolha de projetos de investimento com elevadas taxas de retorno, conseguiram produzir um impacto positivo sobre os acionistas e credores de forma geral em função do modelo de gestão dos orçamentos de capital e operacional.

Quanto à estrutura de propriedade o autor encontrou que as empresas públicas adotam uma governança e contabilidade mais conservadora, mas mantém menos disponibilidades do que as empresas privadas. Contudo, o conservadorismo contábil e a flexibilidade tem o mesmo sentido nos testes econométricos. O autor também encontrou que o motivo precaucional é mais importante para explicar o acúmulo da liquidez acima dos níveis operacionais para os quais se exige liquidez.

No artigo de Liu (2017) o autor discute, com base em revisão de estudos, os conceitos de flexibilidade financeira e política financeira. O autor parte do pressuposto de que os mercados financeiros não são perfeitos e a precaução deve ser testada.

Com base nas investigações da teoria do investimento nos anos 90, de maneira similar feitas aqui, mas pouco detalhada, o autor defende que a flexibilidade define a estratégia da política financeira. A política financeira segundo o autor compreende as decisões de estrutura de capital (p. 91 -92).

A flexibilidade financeira se resume na manutenção de elevados níveis de liquidez (disponibilidades) e nos baixos níveis de alavancagem. A combinação destas duas decisões produzem efeitos no mercado ao favorecer o aumento do endividamento quando a corporação encontra oportunidades de investimento lucrativas.

Neste contexto, de oportunidade de crescimento, a empresa ou grupo empresarial tem recursos imediatos para estabelecer suas ações, ao mesmo tempo, pode recorrer aos credores, dada sua capacidade de pagamento.

Além das duas estratégias para manter a flexibilidade financeira, o autor também recolhe evidências de que a política de distribuição de dividendos se torna passiva e submissa a política de flexibilidade financeira (p. 92).

A capacidade financeira citada como relevante nos parágrafos acima é medida por noções de liquidez, seja o índice de liquidez ou na forma do capital circulante líquido. O fato é que a decisão empresarial de utilizar variáveis que compõem a liquidez corrente pode se revelar de duas maneiras: 1. redução dos ativos circulantes; 2. aumento dos passivos circulantes. Os efeitos combinados de 1 e 2 serão empregados no financiamento de ativos imobilizados.

Os dois estudos acima as ações empresariais estão delimitadas pela elaboração dos orçamentos de capital e operacional. O enfoque recai sobre os componentes do balanço patrimonial e da demonstração de resultados que ao serem projetados serão tratados com recursos específicos de curto e longo prazo. Consiste de previsões que ficam restritas a cúpula diretiva das corporações e das áreas de controladoria e finanças.

São práticas estratégicas concebidas para definir ações empresariais de modo analítico ou prospectivo diante da competição nos mercados, estejam estes organizados na forma de oligopólio ou concorrência monopolista.

Saebi, Lien e Foss (2016) discutem o que dirige as adaptações gerenciais frente a mudanças do ambiente. As mudanças e as reações do corpo diretivo foram captadas através de instrumento estruturado para avaliar as tipologias de adaptações, de produtos e serviços oferecidos, do aumento quantitativo e qualitativo de perfil de clientes, de novos fornecedores e parceiros produtivos desenvolvidos, (p. 573). As dimensões são ações estratégicas idealizadas que redirecionam os investimentos operacionais e de capital, em particular, nas situações de acirramento da competição.

A utilização de recursos correntes para o financiamento de ativos imobilizados altera uma lógica estratégica estabelecida. A impressão que pode ficar para o leitor, com base nos estudos revisitados até os anos 2000, é que a estratégia predominante é sempre a de financiar o investimento.

Existe, porém, dentro das corporações uma concepção estratégica e orçamentária. Contudo, as necessidades de investimento em ativos imobilizados acabam predominando diante da lógica competitiva e submetem a diretriz orçamentaria para preservar a capacidade de competição das empresas quando há ameaça da concorrência ou crescimento do mercado.

Uma questão em aberto e que é relevante à esta investigação corresponde ao estudo da sensibilidade das variáveis financeiras internas da firma ao investimento para 42 países, de 1993 a 2013 realizado por Moshirian, Nanda, Valdilyev e Zhang (2017).

Na medida que os investimentos em intangíveis tornam-se relevantes relativamente ao investimento em ativos tangíveis haverá redução da importância da sensibilidade do *cash-flow* com proxy para restrição financeira. Quando se analisa a liquidez e investimento em tangíveis a produtividade marginal do capital fixo é mais previsível do que a dos ativos intangíveis. A previsão de produtividade a relação com a estrutura de capital permite testes mais robustos para os determinantes do investimento.

Os autores elegeram a tangibilidade dos ativos e a tendência entre países desenvolvidos e em desenvolvimento para explicitar porque a sensibilidade da liquidez aos investimentos fixos tem sido declinante no ulterior da literatura nos países desenvolvidos, em particular para os Estados Unidos. Firmas com mais ativos tangíveis e maior previsibilidade de lucros apresentam maior sensibilidade às condições de liquidez.

Podemos fazer uma ilação, ou seja, de que a manutenção da liquidez elevada é uma compreensão mais importante nos estudos em finanças corporativas do que os estudos em economia que trataram da decisão de investimento. Na orientação dos estudos em finanças corporativas acumular disponibilidades para o aproveitamento de oportunidades de investimento é uma realidade para as Diretorias.

Para os economistas que não vivenciam esta teorização, o foco é avaliar o papel da liquidez para o financiamento das aquisições dos ativos imobilizados. Há uma diferença significativa entre estudos que buscam identificar a interdependência daqueles que analisam a política financeira e a flexibilidade, como visto anteriormente.

### 3. Complexidade empresarial e a interdependencia. Análise dos resultados

A transição dos artigos selecionados na seção dois demonstrou as variáveis que explicam os gastos de investimento. Na presente seção procuramos explicar o significado da complexidade empresarial frente aos determinantes e o que se denominou de interdependência.

Iniciamos com as variáveis que definem a interação da empresa com o mercado, ou seja, a receita de vendas e o risco de flutuação das receitas; a possibilidade de contratar capitais nos mercados financeiros (endividamento); o giro do ativo mensurado pela receita de vendas pelo total dos ativos (na medida em que os investimentos aumentam os ativos é necessário considerá-los); e a liquidez.

Os estudos justificaram a inserção destas variáveis e de outras a depender dos objetivos dos artigos. Contudo, as variáveis acima se demonstraram imprescindíveis a grande maioria dos estudos.

O crescimento das receitas e o risco associado a sua flutuação coloca a decisão empresarial frente ao dilema de aplicar recursos tanto nas operações quanto em ativos imobilizados quando a empresa observa crescimento do mercado. A existência das restrições creditícias torna relevante a flexibilidade financeira para que a empresa aproveite as oportunidades de investimento e ao mesmo tempo financie a produção corrente.

A liquidez, como expressão da capacidade financeira interna de acumular capital circulante líquido ou índices de liquidez positivo, não seria essencial se os mercados financeiros tivessem funcionamento próximo ao quadro teórico de mercados perfeitos e completos.

A administração da liquidez será tanto mais importante quanto maior forem as flutuações da demanda, as restrições de crédito e as características dos ativos (tangíveis/intangíveis).

Quando se considera a relação vendas – capital, ou a escala produtiva e o tamanho de mercado, os investimentos necessariamente irão gerar custos fixos. A complexidade empresarial se materializa em coordenar o tamanho dos ativos, o grau de tangibilidade, os custos e despesas que produzem frente a capacidade de atendimento de mercado.

Novamente nesta situação a liquidez surge como variável que dá sustentação às decisões de longo prazo, classicamente como a de investimentos, e que viabiliza o fluxo de caixa de curto prazo.

Os testes econométricos dos estudos incorporaram empréstimos/financiamento de terceiros de longo prazo nas equações. Se óbvia a incorporação não é prescindível sua explicação. A lógica de inserir variáveis de recursos externos às empresas consis-

te em pressupor que os investimentos são maiores do que os lucros e as despesas de depreciação acumuladas. Em outras palavras, os fundos internos não são suficientes para aquisições de ativos imobilizados na parte do tempo.

A dificuldade de contratar recursos externos difere entre empresas e entre amostras de empresas. Pressupor adequadamente quem está mais sujeito às restrições é o elemento chave para a identificação dos determinantes do investimento, como visto na revisão da literatura até os anos mais recentes.

A ação empresarial pertinente a realização dos investimentos compreende coordenar os recursos com as imobilizações frente a flutuações econômicas. Adicionalmente, a ação empresarial é praticada para estabelecer níveis de endividamento decorrente da política financeira da empresa. Mas, tomar como pressuposto que as corporações possuem capacidade de manter metas para suas estruturas de capital é ignorar as evidências dos modelos empíricos, que demonstram hierarquias na utilização dos recursos. Da mesma forma os estudos mais recentes identificam a necessidade de combinar severidade da política financeira com elevada liquidez para reduzir os efeitos de assimetria de informações ao mercado.

Quanto ao endividamento, os níveis serão tanto maiores quanto maiores forem os ativos imobilizados e a necessidade de pesquisa e desenvolvimento quando for o caso. Logo, as características dos ativos são relevantes e o julgamento por parte de credores quanto ao risco associado produzirá efeito adicional ao custo do capital de terceiro. Este custo pode ser impeditivo à expansão da alavancagem.

O endividamento, por exigir pagamento de juros e amortização, quando existente irá reduzir o lucro a ser distribuído aos sócios. Se a alavancagem pode produzir ganhos aos acionistas, as condições que cercam o funcionamento da empresa no mercado e o contexto econômico e concorrencial influenciam a disposição das Diretorias em contratar mais endividamento. A ação empresarial compreende em administrar níveis de liquidez com endividamento, de um lado, e de outro, viabilizar os retornos dos ativos.

Em termos resumidos as decisões de investir e de endividar são resultados da ação empresarial coordenada para administrar a estrutura de capital sob restrições financeiras.

Sob restrição financeira, as Diretorias da Corporações procuram estabelecer flexibilidades financeiras, na forma de liquidez e utilização de *cash-flow* (lucros acumulados e despesas não desembolsadas) como meios de viabilizar o investimento em ativos imobilizados.

Finalmente, ao grau de endividamento se associa a capacidade de alavancar os resultados da empresa. A medida da alavancagem, representada pela divisão entre o retorno dos acionistas sobre o retorno dos investimentos será tanto maior, quanto maior for a taxa de crescimento dos lucros observados, os custos de contratação dos passivos e da capacidade da firma de renová-los.

A avaliação externa dos credores é caracterizada pela noção de assimetria de informações. Logo, os cálculos dos emprestadores podem predominar sobre os cálculos dos tomadores, em geral mais otimistas.

Ainda no conjunto dos artigos desta seção a preocupação dos credores com o perfil do imobilizado ou tangibilidade dos ativos enquadra a empresa segundo o risco de obter crescimento, liquidez e receitas no montante necessário para enfrentar os passivos.

Em termos teóricos as investigações sobre a interdependência passaram pelo conjunto das variáveis de acordo com a revisão teórica. Estudos empíricos com propósitos mais específicos podem obter explicações com mais acuidade do que a presente

revisão. O foco, vale recuperar e enfatizar do artigo, é analisar o quanto se aprendeu sobre a interdependência e como ela se apresenta para conjuntos setoriais das atividades econômicas.

#### 4. Conclusão

Neste estudo procuramos oferecer uma perspectiva geral sobre as dificuldades teóricas enfrentadas pelas abordagens empíricas do investimento e a importância da ação empresarial.

Destacamos o fato que de as abordagens priorizam a visão do investimento como fator de geração e acumulação de valor para as firmas. Diferenças nos padrões de custo de capital segundo o grau de intensidade de capital promovem dificuldades para mensuração do próprio valor. Muitos setores ou ramos de atividade são mais sensíveis à disponibilidade de crédito e o dinamismo do mercado de capitais.

A incorporação das restrições financeiras no debate promoveu o avanço da teoria, em termos de um maior poder explicativo das equações do investimento. Contudo, também trouxe novos questionamentos como a dubiedade da variável *cash-flow* na equação do investimento para confirmar a tese da influência das variáveis financeiras no dispêndio.

Variáveis financeiras com elevado grau de liquidez e que constam nos balanços patrimoniais são flexionadas quando uma firma aumenta a aquisição de ativos fixos. A interação desses recursos líquidos com os fluxos de médio e longo prazo pode interferir na mensuração das variáveis explicativas, em particular com os lucros acumulados.

As evidências da importância do endividamento e da liquidez para o investimento demonstraram-se, na literatura recentemente revisitada, relevantes estatisticamente. As três variáveis combinadas colocam a decisão de investimento dentro de uma perspectiva mais complexa da ação empresarial do que os estudos que procuraram identificar apenas os seus determinantes.

Nos estudos sobre a estrutura de capital há uma hipótese subjacente, a de que uma empresa encontra a possibilidade de compor a melhor estrutura de financiamento ao combinar prazos e custos com as aplicações de curto e longo prazo. Logo, a regra básica seria o financiamento de longo prazo para ativos de longo prazo. Os estudos revistados não encontraram evidências pré-estabelecidas de metas para as estruturas de capital. A hierarquia de recursos, como proposta inicialmente por Myers e Majluf (1984), se mostrou válida quando testada para explicar o gasto de investimento. No estudo de Kirch, Procianoy e Terra (2014) a variável liquidez se tornou chave para evitar custos de endividamento mais elevados em conjunturas econômicas de maior instabilidade.

Com base nas evidências, em particular dos autores Sayyad e Ulvenäs (2012), Al-Amri et al. (2015) e Liu (2017), a flexibilidade financeira consistiu em uma meta *a priori* aos planos de investimento.

A análise keynesiana quando privilegia nos testes as variáveis independentes que representam a condição financeira das empresas não adota o pressuposto da estrutura de capital.

Contudo, os estudos que resenhamos registraram êxitos quando identificaram, a partir de suas hipóteses, a relevância da liquidez para criar liberdades suficientes às gerências para administrar os níveis de endividamento dada a política de investimentos.

Nos estudos citados imediatamente acima não foram encontrados uma estrutura de capital ótima a qual pudesse ser defendida como evidência. Mas, se não há uma estrutura ótima quando se avalia as evidências e a partir delas se obtém resultados empiricamente favoráveis à hierarquia de recursos, causa dificuldades também para o entendimento os resultados de que o *cash-flow* pode não ter comportamento esperado com relação ao gasto de investimento.

Se a visão heterodoxa de que as relações financeiras importam para as decisões de aquisição de ativos reais então a lacuna, segundo nossa hipótese, é preenchida pela capacidade da ação empresarial direcionada a gerenciar os recursos financeiros internos das empresas, a capacidade da empresa em oferecer garantias aos credores quando se obtém créditos e o comportamento precaucional das Diretorias em manter liquidez. Quanto a esse último aspecto, a precaução rompe com a noção de liquidez e rentabilidade esperada em finanças corporativas na gestão de ativos, como pode ser encontrado em Copeland, Koller e Murrin (1995).

Nesses últimos a racionalidade em finanças observa os retornos dos investimento em ativos. Contudo na própria obra, os autores demonstram que "*Cash is King*" e defendem o seu volume para sustentar a independência e capacidade de aproveitar oportunidades de investimento. Logo, há um dilema entre os retornos que o aproveitamento de novas oportunidades de investimento podem trazer e a maximização dos recursos disponíveis mediante as taxas presentes dos ativos em um dado momento.

O dilema se justifica pela importância dos movimentos concorrenciais que requerem planejamento e observação do comportamento do mercado. As oportunidades ou mesmo ameaça exigem decisões com grande impacto para as finanças das empresas e por isso o dilema entre liquidez e rentabilidade cede lugar ao acúmulo de liquidez para defesa de posições já alcançadas pelas empresas. O termo em finanças é de *Value-Based Management* como apresentado no capítulo quatro de Copeland, Koller e Murrin (1995, p. 93- 97).

O debate também se demonstrou relevante para firmas com perfil de ativos com caráter mais tecnológico, como analisado por Moshirian, Nanda, Valdilyev e Zhang (2017). O investimento em ativos intangíveis abre um debate com as avaliações de risco tanto para mensura-lo quanto para geri-lo, como avaliam Copeland, Koller e Murrin (1995).

Finalmente, é necessário enfatizar que os estudos aplicados utilizam dados publicados das demonstrações contábeis e financeiras. Diante da necessidade de coletar e organizar séries longas no tempo, os estudos buscaram empresas de capital aberto. Em geral, as empresas de capital aberto tem porte de médio e grande, a depender das comparações segundo critérios de tamanho, seja de ativos, receitas ou número de empregados.

O fato é que essas empresas são conglomerados e se inserem em diferentes estruturas de concorrência, predominantemente em oligopólio ou concorrência monopolista. Contudo, diante das características das corporações suas unidades estão muitas vezes em mais de uma estrutura de concorrência.

Os estudos resenhados não controlaram tal característica quando realizaram seus testes econométricos. Os controles mais observados das metodologias foram tamanho de ativo, idade do negócio ou controle da propriedade mas não estrutura de mercados. O princípio de organização da natureza dos estudos acima é de aplicar testes para uma estrutura produtiva mais diversificada possível, com intuito de abarcar todas as situações que não podem ser exatamente controladas.



Com isso, conseguimos extrair que a ação empresarial é o elemento crucial empregado pelas Diretorias das corporações para estabelecer a interdependência e controlar as variáveis dos ativos e passivos correntes, lucros e despesas não desembolsadas com a finalidade de obter recursos de longo prazo. A capacidade de obter recursos de credores dependeu de políticas que comprovem a capacidade de liquidar pagamentos e de administrar situações diante do uso hierárquico de recursos.

## Referências

- AARNES, O. & RONNEBERG, K. (2015). *Corporate cash holdings: An empirical comparison of Norwegian public and private firms* (Master Thesis). *Norwegian School of Economics*, Bergen, Noruega. Recuperado de <https://brage.bibsys.no/xmlui/handle/11250/301024>.
- ABEL, A.B. & BLANCHARD, O. (1986). The present value of profits and cyclical movements in investment, *Econometrica*, v.54, N°2, p. 249-274.
- AKERLOF, G.A. (1970). The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v.84, N°3, p. 488-500.
- AL-AMRI, K., AL-BUSAIDI, M. & AKGUC, S. (2015). Conservatism and corporate cash holdings: a risk prospective. *Investment Management and Financial Innovations*, v. 12, N°1, p. 101 – 113.
- BAKER, M. & WURGLER, J. (2016). *The Review of Financial Studies*, v.29, N°3, p. 697 – 738.
- BREALEY, R. & MYERS, S. (1996). *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, New York.
- BRUINSHOOFD, A. (2003). Corporate investment and financing constraints: connections with cash management. *DNB Staff Reports*, N°110, p. 05-96.
- CHIRINKO, R.S. (1993). Business fixed investment spending: modeling strategies, empirical results, and policy implications. *Journal of Economic Literature*, v.31, p. 1875 – 1911.
- CLEARY, S. (1999). The relationship between firm investment and financial status. *Journal of Finance*, v.54, p. 673-692.
- COPELAND, T., KOLLER, T. & MURRIN, J. (1995). *Valuation: measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, New York.
- FAZZARI, S. & ATHEY, M. (1987). Asymmetric information, financing constraints and corporate investment. *Review of Economic Statistics*, v.69, N°3, p. 481-487.
- FAZZARI, S., HUBBARD, G. & PETERSEN, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, N°1 p. 141-95.
- FAZZARI, S., HUBBARD, G. & PETERSEN, B. (1996). Financing constraint and corporate investment: response to Kaplan and Zingales. *NBER Working Paper*, No. 5462. Recuperado de [http://www.nber.org/papers/w5462.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w5462.pdf?new_window=1) (Acesso em 10 de março de 2018).
- GREENWALD, B., STIGLITZ, J.E. & WEISS, A. (1984). Information imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations. *American Economic Review*, v.74, p. 194-199.
- HONG, B., KUENG, L. & YANG, M.-J. (2016). Complementarity of Performance Pay and Task Allocation. *National Bureau of Economic Research*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2746478>.
- HOSHI, T., KASHYAP, A.K. & SCHARFSTEIN, D. (1991). Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics*, v.106, p.33-60.

- HOVAKIMIAN, G. & TITMAN, S. (2006). Corporate investment with financial constraints: sensitivity of investment to funds from voluntary asset sales. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 38, p. 357-374.
- HU, X. & SCHIANTARELLI, F. (1994). Investment and financing constraints: a switching regression approach using U. S. firms panel data. *Working Paper*, Boston College Department of Economics, N° 284.
- HUBBARD, R.G. (1998). Capital-market imperfections and investment, *Journal of Economic Literature*, v. 36, p. 193-225.
- HUBBARD, R.G., KASHYAP, A.K. & WHITED, T.M. (1995). *NBER Working Paper*, No. 4232.
- JENSEN, M. & MECKLING, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, v.3, N°4, p. 305-360.
- KAPLAN, S. N. & ZINGALES, L. (1995). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints, *NBER Working Paper*, N°5267.
- KAPLAN, S.N. & ZINGALES, L. (2000). Investment-cash flow sensitivities are not valid measures of financing constraints, *NBER Working Paper*, N°7659.
- LIU, Z. (2017). Financial flexibility and financial policy. *Educational Research International*, v. 6(2), p. 90 – 95.
- MOSHIRIAN, F., NANDA, A., VALDILYEV, V. & ZHANG, B. (2017). What drives investment cash-flow sensitivity around the world? An asset tangibility perspective. *Journal of Banking and Finance*, v.77, issue C, p. 1-17.
- MYERS, S. & MAJLUF, N. (1984). Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v.13, N°2, p. 187-221.
- MYERS, S. & RAJAN, R. (1995). The paradox of liquidity, *NBER Working Paper*, N° 5143.
- PINDYCK, R. (1991). Irreversibility, uncertainty and investment. *Journal of Economic Literature*, v. 29, N° 3, p.1110-11148.
- SAEBI, T., LIEN, L., & FOSS, N.J. (2016). What drives business model adaptation? The impact of opportunity, threats and strategic orientation. *Journal Long Range Planing*, v. 50, N° 5, p. 567 -581.
- SAYYAD, K.P. & ULVENÄS, J.A. (2012). Examining the sources of financial flexibility. (Master Thesis). *The School of Economics and Management*. Department of Business Administration, Lund University. recuperado de <https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId>.
- SCHALLER, H. (1983). Asymmetric information, liquidity constraints, and Canadian investment. *Canadian Journal of Economics*, v.26, N°3-4, p. 552-574.
- STIGLITZ, J.E. & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, Vol.71, p. 393-410.
- WHITED, T.M. (1992). Debt, liquidity constraint, and corporate investment: evidence from panel data. *Journal of Finance*, v.47, .4, p. 1425-1460.
- WU, X. & YEUNG, C.K. (2012). A. Firm Growth and Capital Structure Persistence. *Journal of Banking & Finance*, v. 36, N°12, p. 3427-3443.
- ZOUARI, S.G. & AYED, W.H.B. (2014). Capital Structure and Financial of SME: the Tunisian case. *International Journal of Economics and Finance*, v. 6, N°5, p. 95 – 111.