

Referencial Teórico

Para responder a questão proposta nesta dissertação, todo o seu desenvolvimento está fundamentado na busca de uma relação entre o valor da empresa e as variáveis de ambiente. Assim buscar-se-á identificar se existe diferença nesta relação quando ambientes distintos são analisados individualmente.

Para buscar identificar as relações entre o valor da empresa e o ambiente é necessário o desenvolvimento de uma base de dados que caracterize os diferentes ambientes e também que forneça valores de empresas correspondentes para cada um destes diferentes ambientes.

O desenvolvimento da base de dados das variáveis que caracterizam os ambientes diferentes será feita pela consolidação dos dados oriundos do relatório anual provido pelo *IMD* utilizando técnicas matemáticas elementares. Porém o valor das empresas será fruto dos dados apresentados pelo *MSCI*, o qual disponibiliza uma base de informações consolidando dados das empresas de capital aberto para cada um dos 44 países analisados. Para determinar este valor o *MSCI* emprega as técnicas de análise fundamentalista e por este motivo cabe uma breve apresentação destas nesta altura.

Assim é necessário fazer uma distinção entre as duas fases que dividem este item. A primeira fase de estudo será a análise feita a luz da teoria fundamentalista para a avaliação de empresas. Certamente, será necessário uma breve introdução sobre as teorias consolidadas de avaliação de empresa, assim como uma rápida apresentação dos métodos matemáticos e das variáveis que são determinantes em um processo de avaliação.

Em uma segunda fase, caberá referência a linha mestra de direcionamento e fonte de motivação deste trabalho sobre a análise mais genérica da relação entre o ambiente e o processo de determinação do valor da empresa. Nesta fase será apresentada a base de estudos que motivou a busca pela resposta da questão, se existe ou não diferenciação no valor das empresas quando estas estão baseadas em lugares distintos, utilizando-se fatores que não simplesmente os mais tradicionais

como por exemplo o fluxo de caixa descontado. Alguns estudos que relacionam as mais diversas variáveis de ambiente serão apresentados. Porém de uma forma original este trabalho buscará analisar um conjunto mais abrangente de variáveis e através das técnicas de análise multivariada buscará as relações entre ambiente e valor para diferentes conjuntos de países.

Assim como este trabalho, os *papers* que serão referenciados se fundamentam em uma linha de pesquisa alternativa, a qual busca relacionar o valor da empresa ao seu ambiente mais geral, em especial aos seus países de origem (Beim,2001). Entre estas pesquisas, há uma corrente acadêmica que tem procurado associação entre o ambiente legal e as finanças, mostrando que diferenças na legislação e na aplicação de leis nos países podem afetar a política de dividendos, a disponibilidade de ativos e o custo de capital, o que conseqüentemente afeta o valor da empresa. Estudos também recentes relacionam variáveis como nível de corrupção presente em um país, com o valor das empresas naquele ambiente, outros relacionam as religiões, a origem do sistema legal (La Porta, 1999) ou o estágio de desenvolvimento de uma nação (Lee,2002) também ao valor de empresa. Todos estes trabalhos serão referenciados na segunda parte deste item.

2.1

Avaliação de Empresas

A identificação das variáveis que se relacionam com o valor de uma empresa é um tema antigo e ainda pouco esclarecido na administração. Ele está vinculado ao sucesso ou fracasso das organizações, na medida em que os investidores não irão se conformar em manter uma alternativa de investimento com potencial de rentabilidade e valorização inferior a que eles poderiam obter com outras empresas, o que estimularia um fluxo de capital para outras companhias. Para traçar a relação entre as variáveis de ambiente e o valor da empresa este trabalho se apoiará na base de dados do *MSCI*. Esta base foi construída aplicando as técnicas de avaliação tradicionalmente aceitas pelo mercado para determinação dos valores das empresas. Caberá então nesta primeira fase deste item apresentar a base teórica que sustenta os valores apresentados pelo

MSCI e portanto um breve histórico sobre as avaliações baseadas nas técnicas fundamentalistas.

Com base nos trabalhos desenvolvidos por Richard Brealey e Stewart Myers, uma empresa necessita de uma variedade quase infinita de ativos tangíveis e intangíveis para desempenhar o seu papel econômico-social. Obviamente todo ativo tem valor, então a chave para qualquer metodologia ou modelo de avaliação de empresas é entender, não somente o valor do ativo, mas também a fonte de valor relacionada aquele ativo assim como suas combinações internas.

A linha de estudo em que este trabalho se baseia para avaliar empresas é a da análise fundamentalista. Esta linha de estudo é extremamente robusta e afirma que o valor real de uma empresa pode ser relacionado as suas características financeiras, suas perspectivas de crescimento, perfil de riscos e fluxo de caixa previsto. Acrescenta ainda que qualquer desvio deste valor verdadeiro é sinal de que os ativos estão sub ou supervalorizados.

A fonte primária de dados para análise fundamentalista é o relatório financeiro de acordo com os padrões contábeis. Destes relatórios derivam os mais diversos modelos matemáticos, os quais, a luz da teoria de finanças buscam determinar com alguma precisão o valor justo de uma empresa.

2.1.1

Modelos de desconto de dividendos

Antes de explorar o modelo de desconto de dividendos cabe efetuar uma breve explanação sobre um dos conceitos mais básicos em finanças: o cálculo do valor presente de um fluxo de caixa.

O valor presente é um dos conceitos mais importantes em todo o campo das finanças corporativas. Este conceito esta diretamente relacionado a dois fatores: tempo e incerteza. Conceitualmente, consistirá em trazer todos os futuros fluxos de caixa para uma data base determinada na linha do tempo como a data inicial. Para tanto se faz necessária a descapitalização pela taxa de juros. Obviamente que a taxa de juros, que servirá de argumento no processo de descapitalização, deverá refletir diretamente todo o grau de incerteza do fluxo futuro.

$$VPL = V_0 - \sum \frac{V_f}{(1+r)^t}$$

VPL - Valor Presente Líquido

r – Taxa de risco

V₀ - Investimento inicial

t – período do fluxo

V_f - Fluxo de caixa futuro em t

Formula 1

A primeira relação entre o cálculo do valor presente e os modelos para avaliação de empresas surge da própria natureza da empresa vista como um conjunto de ativos. Remetendo-se ao momento da constituição da empresa torna-se evidente a necessidade de recursos financeiros para mobilização dos ativos, uma vez que cada ativo tem valor intrínseco. Para efeito apenas de simplificação será considerado que a única fonte de recursos, seja o patrimônio investido pelo sócio ou controlador da empresa.

No momento seguinte a mobilização dos ativos, se observa a entrada em operação da empresa, considerada neste caso, como a combinação eficiente dos ativos adquirido no momento inicial e insumos para a produção. Nesta fase, naturalmente, haverá um fluxo monetário favorável ou positivo, como geralmente se referem os livros de finanças, fruto dos produtos vendidos ou dos serviços prestados. Este fluxo terá como objetivo principal garantir a manutenção das operações produtivas da empresa e remunerar o capital investido pelo sócio ou controlador no momento inicial. Surge então a questão elementar: qual o valor da empresa no momento em que esta já encontra-se em produção, ou melhor gerando um fluxo de caixa suficiente para remunerar o capital investido?

O primeiro modelo básico para avaliar a empresa, refere-se apenas ao caso onde todo o capital investido seria representado pelo capital do sócio. Assim o valor deste investimento, ou desta empresa, obrigatoriamente será igual ao valor dos fluxos de caixa futuro, favoráveis ao sócio, descontado pelo método do valor presente para o momento atual, e usando-se uma taxa de desconto que represente a imprevisibilidade de cada fluxo futuro.

Geralmente no caso prático o capital do sócio está representado nas empresas pelo patrimônio líquido. Os fluxos de caixa futuros para o investidor, sócio ou quotista é representado pelos dividendos futuros e o método que utiliza o

valor presente do fluxo de dividendos descontados a uma taxa para determinação do valor da empresa é conhecido, em finanças, como o Modelo de Desconto de Dividendos.

Ainda com relação ao modelo básico de Desconto de Dividendos cabe destacar que existem dois dados elementares que influenciam substancialmente os resultados. O primeiro é referente aos dividendos futuros, ou como explicado acima, o fluxo positivo para remunerar o capital investido. Este fluxo estará fortemente baseado em hipóteses de resultados futuros que poderão ocorrer ou não. O segundo dado é a taxa de desconto do fluxo de caixa, a qual esta relacionada com a percepção de risco, ou melhor incerteza quanto aos resultados futuros.

Ambos os pontos: a projeção dos resultados futuros e a determinação da taxa de desconto própria para cada empresa, são frutos de inúmeras pesquisas e trabalhos acadêmicos ainda hoje. No entanto, este trabalho não tem como objetivo explorar os aspectos relacionados a estes dois temas.

2.1.1.1

Modelo de Gordon (1962)

O modelo de desconto de dividendos prevê a projeção do fluxo futuro de dividendos a serem pagos pela empresa, da qual pretende-se encontrar o valor. No entanto, apoiado no próprio conceito de perpetuidade da empresa, o exercício de projeção dos dividendos torna-se uma tarefa difícil, a medida que não há um modelo que projete um fluxo de dividendos infinitamente. Portanto várias versões do Modelo de Desconto de Dividendos tem sido desenvolvidas como base em diferentes hipóteses sobre o comportamento do fluxo futuro de dividendos.

O modelo de crescimento proposto por Gordon (1962) se baseia na estabilidade do fluxo de dividendos. A hipótese deste modelo é a de que a empresa manterá um fluxo de dividendos com uma taxa de crescimentos constante no longo prazo. O modelo relaciona o valor da empresa com o valor do dividendo esperado para o próximo período de tempo, com um taxa de retorno, que reflete a incerteza do investimento na empresa, e também com uma taxa de crescimento esperada para o fluxo de dividendos.

$$VE = \frac{D_1}{r - g}$$

VE - Valor da Empresa
 r – Taxa de retorno sobre o investimento
 g – crescimento do fluxo de dividendos

D₁ - Valor da Empresa

Formula 2

O modelo de crescimento proposto por Gordon (1962) é uma forma bastante simplificada e conveniente de avaliar empresas. Contudo é extremamente sensível aos dados relativos a taxa esperada de crescimento dos dividendos e a taxa de risco ou incerteza atribuída a empresa. Estes dois fatores trazem a tona um elevado grau de subjetividade o que pode levar a valores de avaliação diferentes para uma mesma empresa.

Todavia, segundo Aswath Damodaran (1997), o modelo de crescimento de Gordon (1962) se ajusta muito bem a empresas que crescem a uma taxa comparável ou inferior a taxa nominal de crescimento da economia e que tenham política de pagamento de dividendos em relação aos lucros bem estabelecidos.

2.1.1.2

Modelo de desconto de dividendos em dois estágios

O modelo de desconto de dividendos em dois estágios está baseado na combinação dos dois conceitos apresentados anteriormente neste trabalho. O primeiro é o da projeção de um fluxo de caixa de dividendos por um período de tempo determinado e geralmente bastante curto, e o segundo conceito que seria o introduzido por Gordon (1962), o qual prevê um fluxo de dividendos com crescimento constante no longo prazo, ou seja uma perpetuidade crescente.

Este modelo é ainda mais abrangente na medida que permite a existência de dois estágios para a análise do fluxo de dividendos. Evidentemente, se observa um comportamento diferente para cada fluxo de dividendos, geralmente percebe-se que em uma fase inicial o crescimento do fluxo de dividendos é bastante elevado chegando ao equilíbrio e passando a uma segunda fase em que a taxa de

crescimento é estável aonde a hipótese de perpetuidade e o modelo proposto por Gordon (1962) se encaixam perfeitamente.

Apesar de menores do que as dos modelos apresentados anteriormente, este novo modelo ainda apresenta grandes limitações. As limitações do modelo de desconto de dividendos em dois estágios podem ser divididas em três grupos. A primeira limitação deve-se ao problema prático na definição da duração do período de crescimento extraordinário, ou melhor a determinação do período finito no qual haverá uma projeção de dividendos crescente. Como se espera que a taxa de crescimento converta para o equilíbrio, alcançando um valor estável após este período, o valor do investimento aumentará se este período for maior. Embora em teoria a duração da fase de crescimento possa ser relacionada a duração dos ciclos de vida e das oportunidades de mercado, na prática é difícil converter essas considerações qualitativas em um período específico de tempo.

A segunda limitação do modelo reside na hipótese de que a taxa de crescimento seja alta durante o período inicial e seja transformada repentinamente em uma taxa de crescimento menor e constante após este período. Embora tais transformações súbitas no crescimento possam acontecer, é muito mais realista admitir que a mudança do alto crescimento para o crescimento estável acontecerá gradualmente no decorrer do tempo. A terceira e última entre as maiores limitações do modelo de dois estágios refere-se novamente ao alto grau de influência que as variáveis, taxa de crescimento e taxa de risco, exercem no modelo de avaliação.

Como o modelo de desconto de dividendos em dois estágios se baseia em dois estágios de crescimento claramente definidos – primeira fase com crescimento e período determinado e uma segunda fase teoricamente de longo prazo com crescimento também definido e estável – é mais adequado para estimar o valor de empresas que estejam em crescimento elevado e esperam manter a taxa de crescimento durante um certo período de tempo específico, após o qual espera-se que as fontes de alto crescimento sejam atenuadas. Um cenário em que isso possa se aplicar é, por exemplo, quando uma empresa tem direitos de patente de um produto muito lucrativo pelos próximos anos e espera desfrutar de um crescimento acima do normal durante este período. Geralmente este comportamento é observado em empresa que apresentam alguma vantagem competitiva (Porter, 1980).

O modelo de dois estágios pode ser generalizado para três ou mais estágios. Certamente a medida que são identificados os diferentes padrões de comportamento para o fluxo de dividendos, um novo estágio deverá ser inserido ao fluxo e avaliado a luz da metodologia mais eficaz.

2.1.1.3

Questões quanto ao uso do modelo de desconto de dividendos

O principal atrativo dos modelos de desconto de dividendos, e suas derivações, é a sua simplicidade, fruto de sua lógica intuitiva. No entanto, a grande sensibilidade do modelo a taxa estimada de crescimento, a taxa de risco ou retorno e a perpetuidade do fluxo são as fontes das críticas mais severas quanto a sua utilização pelos analistas. Certamente o modelo confirma sua eficiência em casos bastante específicos, no entanto existe um vasto número de casos onde a aplicabilidade deste é praticamente inviável, como por exemplo no caso de empresas que não pagam dividendos.

Alguns testes foram propostos para avaliar a eficiência dos modelos de desconto de dividendos. O teste definitivo, no entanto, reside em quão bem o modelo funciona na identificação de empresas sub ou supervalorizadas.

Nas últimas décadas os modelos de desconto de dividendos foram testados a exaustão e os resultados indicam que no longo prazo o modelo tem levado os investidores a retornos adicionais. Porém não está claro se estes resultados são fruto de um viés que leva a caso de empresas subavaliadas ou se o modelo é mais eficiente em apontar tendências de irregularidades empíricas no mercado.

Um teste simples do modelo de desconto de dividendos foi proposto por Sorenson e Williamson (1985), no qual avaliaram cerca de 150 empresas entre as 400 empresas da *Standart and Poors* em dezembro de 1980. Assim, com base no modelo de desconto de dividendos eles calcularam a diferença entre o preço de mercado da empresa naquele instante e o valor encontrado com base nos cálculos do modelo. Com base nos dados encontrados foram formadas cinco carteiras com base no grau de sub ou superavaliação. Foram formuladas então hipóteses razoavelmente gerais ao utilizar os modelos de descontos de dividendos. São estas:

- A média dos lucros por ação entre 1976 e 1980 foi utilizada como valor do lucro atual por ação;
- O custo do patrimônio líquido foi estimado utilizando o *Capital of Asset Pricing Model* (William Sharpe -1964 e John Lintner - 1965);
- Foi admitido que o período de crescimento extraordinário teve a duração de cinco anos para todas as ações (empresa), e foi utilizado o consenso de previsões do I/B/E/S para crescimento dos lucros como o valor da taxa de crescimento do período;
- A taxa de crescimento estável, após o período de crescimento extraordinário, foi admitida como sendo de 8% para todas as ações (empresas);
- Foi admitido que o índice de pagamento de dividendos foi de 45% para todas as ações;

Os retornos das cinco carteiras foram projetados para os dois anos seguintes, no caso janeiro de 1981 e janeiro de 1983, e os retornos adicionais foram estimados em relação ao índice de mercado S&P 500.

Os resultados apontaram para a seguinte direção. A carteira subvalorizada apresentou um retorno adicional positivo de até 16% ao ano entre 1981 e 1983, ao passo que a supervalorizada apresentou um retorno adicional negativo de até 15% por ano. Estes resultados foram ratificados por outros estudos similares que também chegaram a resultados extremamente robustos.

É com base nas questões apresentadas acima que cabe tecer o seguinte comentário com relação ao modelo de desconto de dividendos: o modelo é simples para avaliar o valor do patrimônio líquido de uma empresa e está fortemente apoiado em conceitos básicos como o valor presente líquido e o fluxo de dividendos futuro. Embora o modelo venha sendo bastante criticado como tendo um valor limitado, se percebe que claramente vem sendo utilizado em grande escala no mercado financeiro e demonstrado eficiência. Testes do modelo parecem indicar sua utilidade em medir valor, embora grande parte de sua eficácia possa ser derivada do fato de descobrir empresas com ações subavaliadas com baixo índice Preço/Lucro e alto rendimento de dividendos.

2.1.2

Modelo de desconto de fluxo de caixa líquido da empresa

O modelo de desconto do fluxo de caixa líquido da empresa se baseia em uma abordagem mais ampla do que a do fluxo de caixa de dividendos. Este modelo desenvolve o conceito de que, não só o capital do acionista é passível de remuneração, mas também que todos os detentores de direitos em uma empresa devem ser remunerados. Desta forma, o valor da empresa seria fruto do desconto de todo o fluxo de caixa acumulado pela empresa, obviamente descontado a uma taxa, a qual deverá refletir o custo médio do capital investido na empresa ou a média de risco associada ao fluxo de caixa.

$$VE = \frac{\text{Fluxo de Caixa Livre}}{WACC - g}$$

VE - Valor da Empresa
WACC – Custo médio ponderado de capital
g – crescimento do fluxo de dividendos

Fórmula 3

Com base na própria abordagem sobre o modelo de desconto de fluxo de caixa líquido da empresa surgem dois novos assuntos a serem explorados superficialmente neste trabalho. O primeiro seria a determinação do fluxo de caixa líquido da empresa e o segundo, relacionado ao cálculo da taxa que reflete o custo médio do capital.

2.1.2.1

Fluxo de caixa líquidos da empresa

Como já havia sido apresentado, o fluxo de caixa líquido para a empresa é formado pela combinação do fluxo de caixa para todos os detentores de direitos da empresa. Basicamente os detentores de tais direitos são credores: bancos ou investidores em títulos de dívida e os acionistas.

A fonte de informações neste caso específico será o relatório contábil da empresa. Será extraído deste documento toda a informação para o cálculo do fluxo de caixa líquido da empresa em questão.

As maneiras mais usuais para medir o fluxo de caixa líquido da empresa são representadas por duas categorias. A principal é a que acumula os fluxos de caixa para os detentores de direitos. Geralmente é calculado somando-se as seguintes parcelas:

- Fluxo de caixa líquido do acionista (Dividendos ações ordinárias)
- Despesa de juros $\times (1 - \text{percentual de impostos})$
- Pagamento de principal da dívida
- Novas dívidas $\times (-1)$
- Dividendos de ações preferenciais

Onde dividendos de ações preferenciais refere-se a remuneração capital investido pelo quotista, ou melhor acionista, em uma classe de ações que lhe garante direitos específicos de remuneração.

A outra forma de cálculo se baseia na demonstração de resultados através da utilização de índices como o do lucro antes dos juros e do imposto.

- Lucro antes dos juros e do imposto (LAJIR)
- Parcela de depreciação
- Desembolso de capital $\times (-1)$
- Variação do capital de giro

Neste caso a variação de capital de giro é representada pela combinação específica entre ativos e passivos de curto prazo.

2.1.2.2

Custo médio ponderado do capital

Intuitivamente, o custo médio ponderado de capital é definido como a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, incluindo todas as dívidas com terceiros, patrimônio líquido e títulos híbridos, como por exemplo debêntures conversíveis.

$$WACC = K_s \times \frac{\text{Capital}}{\text{Capital} + \text{Dívida}} + K_d (1 - I) \times \frac{\text{Dívida}}{\text{Capital} + \text{Dívida}}$$

WACC – Custo médio ponderado de capital

Ks – Taxa de remuneração do capital dos sócios

Kd – Taxa de remuneração do capital de terceiros

I – Alíquota de imposto de renda

Fórmula 4

Cabe a esta altura uma abordagem breve sobre os estudos fundamentais para a determinação das parcelas de custos relacionadas no cálculo do custo médio ponderado de capital, refletindo as diferentes percepções de risco.

- Cálculo do custo do capital próprio (Ks)

A determinação do custo do capital próprio, representado na equação acima (Fórmula 4) como Ks, é um dos assuntos mais estudados em finanças. Alguns artigos referentes aos estudos recentes sobre este tema serão citados neste trabalho.

A base da teoria que conduz a determinação do custo do capital próprio esta sedimentada na relação fundamental entre risco e retorno. É com base nesta relação que em 1960 dois estudos foram desenvolvidos simultaneamente e chegaram a teoria conhecida como *Capital Asset Pricing Model-CAPM* (Willian Sharpe, 1964 e John Lintner, 1965).

O modelo proposto pelo *CAPM* está fundamentado na remuneração incremental exigida para cada parcela de risco assumida. Assim o modelo relaciona o comportamento de determinado ativo comparado ao comportamento do mercado, com uma parcela de retorno esperado livre completamente de risco. A fórmula básica do *CAPM* está representada a seguir:

$$K_s = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

K_s – Custo do Capital Próprio
 R_f – Taxa de remuneração livre de risco
 R_m – Taxa de remuneração de mercado
 β – Variação no valor do ativo sobre a variação do mercado

Fórmula 5

A letra beta da fórmula é a chave de inúmeros estudos recentes. Basicamente este índice representa o comportamento entre os resultados observados para um determinado ativo e os resultados históricos observados pelo mercado; este visto como universo.

Neste trabalho não caberá uma análise mais profunda do *CAPM*, nem das suas variáveis. No entanto é de fundamental importância a citação deste modelo como um das fontes mais importante na composição do cálculo do valor da empresa em inúmeros modelos de avaliação.

- Cálculo do custo do capital de terceiros (K_d)

O custo do capital de terceiro, ou como geralmente é chamado no mercado financeiro, o custo da dívida, mede basicamente o custo financeiro dos empréstimos e financiamentos para a empresa. Em termos gerais é fruto direto da combinação de três variáveis:

- Nível corrente das taxas de juros: apesar de ser uma variável exógena, torna-se evidente que a medida que o nível das taxas de juros para empréstimos sobe no mercado a taxa de captação da empresa também irá subir.
- O risco de inadimplência da empresa: esta variável esta diretamente relacionada a capacidade da empresa de gerar fluxo de caixa suficiente para pagar suas obrigações. A medida que o risco de inadimplemento da empresa aumentar, o custo de tomar dinheiro emprestado também crescerá. Um das maneiras de se medir o risco de inadimplência é através da classificação dos bônus, ou títulos de dívida, emitidos pela empresa.
- Os benefícios fiscais associados aos empréstimos: como os juros são dedutíveis do imposto de renda, o custo da dívida após a tributação é uma função direta da alíquota fiscal. O benefício fiscal decorrente do pagamento de juros torna mais baixo o custo da dívida após tributação em relação ao custo antes do pagamento dos impostos. Assim o custo da dívida é igual ao produto deste pelo o fator $(1 - \text{alíquota de imposto})$.

A combinação dinâmica dos três principais fatores apresentados será a fonte para a determinação do custo da dívida para a empresa. Assim de uma forma bastante direta é elementar chegar ao valor da parcela utilizada no cálculo do custo médio ponderado de capital, o K_d .

2.1.2.3

Conclusão sobre o modelo de avaliação por fluxo de caixa líquido da empresa

O modelo de fluxo de caixa líquido da empresa para avaliação é mais abrangente do que os modelos de desconto de dividendos, na medida que considera não só o fluxo para o acionista, mas também o fluxo de remuneração do capital de terceiros, representado pelas dívidas.

Contudo o modelo exige uma qualificação melhor das variáveis relacionadas ao valor da empresa. Tal característica introduz novas dimensões de análise como a própria determinação do fluxo de caixa líquido da empresa, e também do custo médio ponderado de capital, o que pode ser mais uma fonte de incerteza. Ainda assim cabe destacar que este modelo se fundamenta em um pilar muito explorado em finanças, o do cálculo do custo do capital próprio, por isso também a sua relevância.

Devido a este encadeamento coube neste estudo uma breve apresentação das partes relacionadas no cálculo do valor da empresa apoiado na utilização da metodologia de fluxo de caixa líquido. Porém não é objetivo deste trabalho explorar exaustivamente os estudos relacionados ao cálculo do custo médio ponderado de capital como também os estudos relacionados a determinação do custo do capital próprio. Contudo a citação da metodologia pavimenta o caminho para entendimento do índice que será utilizado para determinação da variável representativa do valor da empresa.

Como nos Modelos de Desconto de Dividendos, o modelo de fluxo de caixa líquido precisa atender algumas condições. A primeira condição esta relacionada a taxa de crescimento utilizada no modelo que deve ser razoável, relativamente a taxa de crescimento esperada para a economia. A Segunda condição é a de que a relação entre despesa de capital e a depreciação tem que ser coerente com os pressupostos de crescimento estável. Uma empresa estável geralmente não terá despesa de capital significativamente maiores do que a depreciação, uma vez que inexistente um crescimento extraordinário e, portanto, não há necessidade de investimento de capital adicional.

Assim como todos os modelos de crescimento estável, este modelo também é sensível aos pressupostos relativos a taxa de crescimento esperada. Entretanto, isto é atenuado pelo fato de que a taxa de desconto utilizada na avaliação é o custo médio ponderado de capital, que é significativamente mais baixo do que o custo do patrimônio líquido, utilizado no modelo de desconto de dividendos. Como o modelo é mais refinado ele é sensível a pressupostos mais detalhados como depreciação, aquisição de novas dívidas e alíquota de imposto de renda. Isto torna a análise realista porém sensível a mais erros.

2.1.3

Avaliação por índice preço de mercado e valor contábil

Com base em uma abordagem diferente das apresentadas neste trabalho até esta altura, surge a oportunidade de introduzir uma outra forma para avaliação de uma empresa baseado apenas nos índices oriundos da observação do mercado e os valores históricos apresentados nos relatórios contábeis.

A relação entre o preço das ações e o seu valor contábil sempre atraiu a atenção de investidores e analistas de mercado. Ações de empresas negociadas por um preço bem inferior ao valor contábil do patrimônio líquido tem sido geralmente consideradas como potenciais de ganhos.

O valor contábil do patrimônio líquido pode ser classificado como a diferença entre o valor contábil dos ativos e o valor contábil dos passivos. A avaliação do valor contábil dos ativos é baseada em dados históricos e também nas convenções contábeis. Geralmente este valor refere-se ao valor de aquisição do ativo deduzida a depreciação do período de uso. Conseqüentemente o valor do ativo diminui a medida que o tempo passa. Por outro lado, o valor contábil do passivo reflete o valor histórico das dívidas, abatidas as devidas amortizações.

Como apresentado nos modelos anteriores, o valor de mercado de uma empresa, reflete fundamentalmente, o potencial desta de gerar lucros, ou melhor fluxo de caixa futuro para remunerar os detentores de direitos. Evidentemente, torna-se clara a diferença entre as abordagens. Enquanto o valor contábil refere-se basicamente a valores históricos, o valor de mercado refere-se a expectativa futura, originando assim um dilema entre passado e futuro.

O objetivo desta apresentação é apenas o de introduzir uma forma simplificada de avaliação da empresa utilizando o índice preço sobre valor contábil. Assim o valor do capital próprio pode ser facilmente encontrado pelo produto direto entre o número de ações e o valor das ações no mercado. Este valor somado a total de dívida reflete diretamente o valor da empresa em análise. Obviamente caberá uma análise detalhada do índice uma vez que valores discrepantes levam, a situações imperfeitas de avaliação. O pressuposto extremante forte deste modelo é o de que as ações não estão nem sub e nem superavaliadas, fato que na prática não é fácil comprovar.

Há no entanto, varias razões pelas quais os investidores consideram o índice preço sobre valor contábil útil na análise de investimentos. A primeira é a que o valor contábil fornece uma medida relativamente estável e intuitiva de valor que pode ser comparada com os preços de mercado. Para investidores que desconfiam instintivamente das estimativas de fluxo de caixa descontados, é uma referencia muito mais simples de comparação, e mesmo avaliação de empresas. A segunda é que, por serem as normas contábeis entre empresas razoavelmente constantes, os índices podem ser comparados entre empresas do mesmo setor, levando a valores de empresas também comparáveis.

Como em todos os métodos e modelos de avaliação, o da utilização da razão entre o preço e o valor contábil também apresenta algumas limitações. A primeira grande desvantagem pode ser referenciada pela utilização dos próprios valores contábeis. Estes valores são afetados, de certa forma, por decisões gerenciais, como por exemplo a metodologia de depreciação. Tal fato torna a comparação entre empresas um pouco prejudicada. A outra grande limitação esta relacionada diretamente com este trabalho. Esta se refere a diferenciação entre os padrões contábeis nos diversos países. No entanto o movimento de globalização das empresas vem atenuando este efeito, o que mitiga significativamente os erros por diferenças contábeis.

Cabe ainda uma última consideração no que tange a base do cálculo do valor da empresa pelo índice preço sobre valor contábil. Este método é fruto de uma simplificação das abordagens fundamentais de avaliação baseadas em fluxo de caixa descontado. Outrossim cabe classificá-lo, não na mesma escala de desenvolvimento dos métodos apresentados anteriormente, mas sim em uma outra

escala complementar, a qual baseia-se nos princípios fundamentalistas e nas observações de índices mercadológicos.

2.1.4

Valor da empresa fornecido pela base *MSCI* e o Q-Tobin

Devido a alta praticidade e a facilidade de acesso as informações sobre o índices preço sobre valor contábil, este trabalho se apoiará no valor das empresas calculado através da utilização do índice divulgado pelo Banco Morgan Stanley para os 44 países. Este índice é calculado com base em uma analogia do índice apresentado anteriormente considerando as ações das companhias abertas em cada um dos países estudados. Contudo o índice utilizado pelo *MSCI* é o Q-Tobin.

Este índice é operacionalmente definido como o quociente entre o valor de mercado de uma empresa vista como conjunto de ativos e o valor contábil de reposição destes ativos (Tobin, 1969). O índice foi inicialmente adotado para explicar e fundamentar decisões de investimento (José, 1986), pois quando ela superasse a unidade, as empresas possuiriam um incentivo para investir uma vez que o novo capital investido tenderia a exceder o seu custo (Lindenberg, 1981).

Com base em Fisher (1983) a utilização do Q-Tobin para medir o desempenho das empresas em substituição a indicadores contábeis como o retorno dos investimentos ou o retorno dos ativos, permite reduzir as distorções causadas pela legislação de impostos, convenções contábeis arbitrárias e condições eventualmente desequilibradas de rentabilidades de curto prazo. Embora o valor Q-Tobin incorpore em seu denominador uma medida essencialmente contábil, e portanto sujeita as mesmas distorções anteriormente apontadas, a consideração da capitalização dos lucros esperados por um mercado financeiro eficiente, incorporando fatores de risco capazes de medir mais precisamente o valor de uma empresa, deve permitir uma avaliação mais precisa do desempenho de uma empresa. Notadamente o Q-Tobin combina características da análise fundamentalista de desconto de fluxo de caixa com a de comparação de índices. Pela sua praticidade este índice será utilizado como referência ao valor da empresa neste trabalho. O detalhamento da técnica de cálculo usada pelo *MSCI* será apresentada no item metodologia mais a frente.

2.2

Análise da influência do ambiente na metodologia de avaliação de empresa

Cabe a esta altura introduzir a segunda parte deste item através da qual será feita uma revisão da literatura recente. Basicamente, os textos citados relacionam o valor da empresa ao ambiente, mostrando claramente a influência não explícita das variáveis políticas, sociais, culturais e econômicas, nos modelos tradicionais de avaliação. Toda esta literatura apresentada foi a principal fonte de motivação para o desenvolvimento investigativo deste trabalho.

A revisão começa com base no trabalho desenvolvido por Estrada (2003) onde são apresentados resultados que demonstram que a identificação das variáveis explicativas da relação risco retorno, difere significativamente dependendo diretamente do nível de desenvolvimento econômico do mercado. Em ambientes economicamente mais desenvolvidos o modelo *CAPM* se apresenta como unanimidade na determinação da relação entre risco, nele representando principalmente pelo Beta, e o retorno. No entanto, em países emergentes, ou em ambientes em transformação, não há um consenso a respeito do modelo que melhor representa esta relação.

Certamente, como nos processo fundamentalistas a avaliação da empresa esta fortemente relacionada com a percepção da relação entre risco e retorno, o trabalho de Estrada (2003) é importante na medida que busca traçar a relação entre a influência do ambiente na determinação direta do risco, e conseqüentemente no custo de capital e valor da empresa.

Estrada (2003) analisou a relação entre risco e retorno com base em três grandes grupos de modelos, os quais classificou como famílias. Em cada um dos três grupos observou a relação entre risco e retorno com base em dados históricos de 25 anos, coletados em 1.600 empresas distribuídas em 30 países. Em cada uma das famílias de modelo, foram identificadas as variáveis relacionadas a mensuração do nível de risco. Assim, foram relacionadas 10 variáveis, as quais foram trabalhadas estatisticamente com a utilização do método de regressão em painel utilizado primeiramente por Fama-MachBeth (1973).

Notadamente as conclusões corroboram a percepção da falta de um modelo único que identifique a variável representativa de risco em ambientes formado por países em desenvolvimento. Todavia se observa uma variação grande nos valores atribuídos as 10 variáveis de risco relacionadas no trabalho, mostrando assim a influência direta do ambiente na relação. Para cada um dos 30 ambientes, ou países, se pode identificar um modelo que melhor relaciona risco ao retorno. Portanto cabe concluir que o processo de avaliação de empresa baseado na técnica fundamentalista continua válido, no entanto o processo de determinação do custo de capital deverá ser ajustado ao ambiente em análise.

Como abordado anteriormente a determinação do custo de capital próprio é crucial na avaliação da empresa, uma vez que é parte da composição da taxa de desconto, utilizada na maioria dos modelos de avaliação. Todavia, com base também em Estrada (2000), a utilização de modelos com base no *CAPM* em ambientes de países emergentes não apresenta resultados satisfatórios. Estrada (2000) se apóia no trabalho de Harvey (1995), o qual sugere que o Beta de empresas em mercados emergentes são baixos, e conseqüentemente quando são considerados no cálculo do custo de capital levam a resultados mais baixos do que os esperados para aquela qualidade de risco.

Com o objetivo de propor uma abordagem alternativa para o cálculo do custo de capital, Estrada (2000) sugere um novo modelo. O modelo foi apresentado e testado com base em dados de mercado de 28 países emergentes e seus resultados foram confrontados com os do modelo *CAPM* básico. Apesar de algumas críticas, os resultados do modelo se apresentaram mais alinhados com os dados reais, mais uma vez evidenciado a necessidade de uma diferenciação na abordagem de avaliação dependendo do ambiente em questão.

O modelo proposto por Estrada (2000) é mais uma alternativa para a determinação do custo de capital. Este se fundamenta basicamente em três qualidades de risco: risco total, risco sistêmico (Beta) e risco inferior (*downside risk*), para refinar o processo de avaliação em ambientes em desenvolvimento. Os resultados sobre o custo de capital foram apresentados para os 28 países considerando cada um dos três grupos de qualidade de risco. Consistentemente o modelo apresentou custos de capital superiores quando consideradas as variáveis de risco total e de risco inferior.

A abordagem de Estrada (2000) sobre a diferença entre os métodos de cálculo do custo de capital é um dos fatores motivadores deste trabalho na medida que evidencia uma influência direta do ambiente no valor da empresa. Este é mais um dos estudos que conduz a reflexão proposta, a qual remete a identificação das variáveis que são determinantes para a caracterização do ambiente e por fim na determinação do valor da empresa.

Ainda com relação aos modelos *CAPM* notadamente percebe-se a influência da variável de risco sistêmico, Beta, identificada como a de maior relevância na determinação do custo de capital e conseqüentemente no cálculo do valor da empresa, seja a análise baseada em modelo básico do *CAPM* ou por outros modelos alternativos não-*CAPM*. Todavia a internacionalização das empresas vem se demonstrando como uma alternativa para minimizar tal fator de risco. Esta referencia é feita a luz do princípio da diversificação de Markowitz.

Joliet e Hübner (2003) desenvolveram um trabalho sobre a relação entre o movimento de internacionalização das empresas e o risco sistêmico. Nesse trabalho exploram a internacionalização das empresas a luz da teoria de portfolio, visitando um conceito já apresentado por Buckley e Ghauri (1999) conhecido como “*distance psychic*” e definido como: a distância entre blocos que apresentam diferenças culturais, governamentais e na forma de condução dos negócios.

Com base no conceito de “*distance psychic*”, Joliet e Hübner (2003) sugerem um índice de internacionalização para as empresa. Os resultados apresentados apontam para a seguinte conclusão: empresas pertencentes a mesma indústria geralmente reduzem o risco sistêmico com a diversificação das suas operações em ambientes diferentes. Esta conclusão corrobora a própria teoria de diversificação e demonstra que não basta apenas a internacionalização geográfica para mitigar riscos, mas sim uma diversificação cultural.

O estudo desenvolvido por Joliet e Hübner (2003) também se apresenta como uma importante fonte de motivação para a abordagem a que este trabalho se propõe. Certamente, o estudo das variáveis de ambiente explicitarão as diferenças e similaridades entre as nações sobre vários ângulos, ou melhor em várias dimensões: culturais, governamentais econômicas e etc. Assim como Joliet e Hübner (2003) perceberam a influência desta diferenciação na exposição ao risco sistêmico, também será feita uma análise da relação direta destas variáveis e a determinação do valor das empresas. Obviamente que neste caso diferentemente

de Joliet e Hübner (2003) as empresas serão tidas como grupos locais ou atuantes em uma mesma região psíquica.

A atuação da empresa em diversos ambientes é um fenômeno típico do final do século passado e atualmente classificado, por alguns autores, como internacionalização. Como consequência direta deste movimento observa-se também a internacionalização do mercado financeiro. Assim, a queda de barreiras formais entre os ambientes financeiros torna o fluxo monetário entre países ainda mais vigoroso, o que evidentemente, gera uma expectativa de volatilidade maior para o valor dos ativos, e conseqüentemente uma outra percepção de risco.

A relação entre risco e valor da empresa esta clara a esta altura do trabalho. Porém a relação entre internacionalização do mercado financeiro e a alteração na percepção de risco e valor da empresa, pode não se apresentar de maneira tão evidente. Desta forma, cabe uma referência ao trabalho desenvolvido por Koedijk e Dijk (2002) sobre o efeito da internacionalização na determinação do custo de capital próprio.

Baseado no modelo *CAPM*, Koedijk e Dijk (2002) sugerem que o movimento de internacionalização não afeta significativamente o custo de capital próprio. Eles ainda demonstram que um modelo derivado do *CAPM*, que considera o mercado global ao invés de apenas considerar um mercado local, apresenta resultados muito próximos dos observados pelo *CAPM* básico. O estudo desenvolvido por Koedijk e Dijk (2002) se baseou em uma amostra de 3.300 ações negociadas em 9 países considerados por eles como industrializados.

Apesar dos resultados apresentados por Koedijk e Dijk (2002) a influência da internacionalização na determinação do valor da empresa torna-se evidente na medida que incluímos no cenário de análise, ambientes realmente diferenciados. Com base em Estrada (2000) as condições em ambientes de países emergentes são extremamente diferentes daquelas observadas em países desenvolvidos e por isso a utilização do *CAPM* básico certamente conduzira a resultados diferentes dos observados na prática. Outrossim, com base em Joliet e Hübner (2003) se pode afirmar que a internacionalização somente pode ser observada, a medida que há a atuação em ambientes distintos do ponto de vista cultural, econômico político e etc. Então com base no estudo de Koedijk e Dijk (2002) os 9 países que compuseram a amostra representavam ambientes extremamente similares, cabe

indagar se os resultados não foram comprometidos por esta falta de diversificação no conjunto representativo que compôs o mercado global.

A abordagem acima considera vários fatores relevantes que influenciam diretamente no processo de avaliação de empresas. Assim, foram abordados fatores que influenciam diretamente as parcelas envolvidas nas técnicas fundamentalistas de avaliação. Estrada (2003, 2000) em seus estudos explorou os modelos *CAPM*, não-*CAPM* e custo de capital. Cabe a esta altura uma indagação sobre a influência que os modelos sofrem dos analistas que se utilizam deles e também sobre a acurácia dos resultados.

A maioria dos modelos propostos para a avaliação de empresa esta baseada na projeção dos resultados futuros. Desta forma, a influência da expectativa e percepção dos analistas de mercado, quanto a evolução de uma determinada indústria é fundamental para o cálculo do valor das empresas.

Com a sofisticação dos investimentos e a globalização das empresas, cada vez mais os relatórios emitidos pelos analistas financeiros, servem de fonte de informação para a tomada de decisão dos grandes investidores. Neste contexto, Black e Carnes (2002) examinaram a acurácia das projeções de empresas na região da Ásia, incluindo os países emergentes. Ao todo foram analisadas 9.617 empresas em 12 países na região. Cada ambiente foi classificado com base em Radebaugh e Gray (1997) da seguinte forma: influência-Britânica, Ásia- colonial, Ásia-menos desenvolvida e finalmente Japão. Certamente esta classificação reflete aspectos históricos, culturais e econômicos que afetaram o desenvolvimento e formação de cada ambiente.

Os resultados apresentados por Black e Carnes (2002) são extremamente consistentes com os estudos anteriores desenvolvidos por Mande e Kwat (1996) e Higgins (1998) para o Japão, demonstrando uma tendência de otimismo nas projeções levando a valores de empresas maiores do que os observados na prática. Todavia existe uma diferenciação entre o nível de erro observado em cada um dos 4 ambientes classificados. Tal diferença esta relacionada ao nível de desenvolvimento de cada mercado, a eficiência do mercado e também a quantidade e qualidades das informações disponíveis. Desta forma, na mesma linha investigativa deste trabalho, Black e Carnes (2002) se apóiam no índice de competitividade global do Fórum Econômico Global para examinar a relação entre este índice e um outro índice, proposto por eles para mensurar o erro das

projeções nos 12 países estudados. São examinados os oito seguintes fatores determinantes de competitividade : abertura da economia, governo, finanças, infraestrutura, tecnologia, gerenciamento, trabalho e instituições.

A conclusão proposta por Black e Carnes (2002) sugere que as projeções, e conseqüentemente o valor das empresas, são mais acurados em ambientes com: maior abertura econômica, com maior nível de investimento estrangeiro, em ambientes como maior competitividade no mercado financeiro e também maior estabilidade das instituições. Em contra partida ambientes com menor estabilidade e maior influência do governo na economia tendem a conduzir a projeções menos fidedignas.

A busca para desenvolver modelos alternativos de avaliação que se adequassem melhor a cada tipo de ambiente é a fonte de motivação de uma série de estudos. Impulsionadas pelo crescimento do processo de desestatização, observado principalmente em economias de países emergentes, as técnicas de avaliação de empresa ganharam sofisticação e se tornaram fonte de trabalhos acadêmicos.

Baseado no trabalho desenvolvido por Pereiro (2001) sobre o tema, as técnicas fundamentalistas de avaliação não fornecem uma direção de como devem ser utilizadas e em que condições são passíveis de aplicação. No caso de mercados em transição, quando se utiliza o modelo *CAPM* na composição do custo de capital, não fica evidente quando a hipótese fundamental do modelo sobre a eficiência de mercado esta sendo respeitada. Ademais, como os modelos fundamentalistas são fortemente baseados em níveis diferentes de expectativas de retorno e percepção de risco, os resultados geralmente tendem a divergir quando há um ambiente em mudança. Desta forma, ainda como base em Pereiro (2001), a falta de transparência e a baixa liquidez, observada em alguns mercados, fomenta ainda mais a diversificação dos cenários e conseqüentemente a expectativa da relação risco e retorno para o investido, corroborando as diferenças observadas na prática

Pereiro (2001) apresenta um modelo fundamentalista mais abrangente com o objetivo de introduzir uma nova alternativa para avaliação de empresas em mercados que apresentam características de um ambiente em transformação. Basicamente o modelo apresentado fundamenta-se no conceito de Damodaran (1997) de avaliação em duas fases. Especificamente no modelo proposto por

Pereiro (2001) a primeira fase é caracterizada pela determinação do custo de capital baseado em modelos *CAPM* e modelos não-*CAPM*. Em uma segunda fase, o modelo proposto, se fundamenta em uma base de dados empíricos para buscar avaliar os riscos não sistêmicos.

Os resultados apresentados corroboram os objetivos do modelo proposto, e evidenciam a necessidade de técnicas diferentes de avaliação a serem utilizadas no mercado Norte Americano e no mercado Argentino, principalmente devido as considerações relativas as variáveis de risco não sistêmico. Finalmente, se conclui que a consideração de uma variável que introduza um prêmio de risco não sistêmico na avaliação de empresas, geralmente fechadas, em ambientes em transformação conduz a um custo de capital bastante aproximado dos níveis praticados por investidores característicos de mercados mais voláteis.

A validade dos modelos alternativos é fundamental para explicar movimentos observados nos ativos, entendido aqui como ações, em ambientes de constante instabilidade. Um dos trabalhos que estuda a relação entre valor e instabilidade é o desenvolvido por Glen (2001), que se fundamenta em movimentos observados no mercado de ações de 18 países que passaram por eventos de desvalorização da moeda local frente ao dólar norte-americano. Os resultados apresentados por Glen (2001) revelam que, na média, o retorno das ações são reduzidos no período precedente ao evento de desvalorização, enquanto que no período subsequente o retorno das ações voltam a normalidade.

Certamente, ainda com base em Glen (2001) pode se desenvolver um raciocínio análogo para os efeitos da desvalorização na determinação do valor da empresa. Desta forma, em um ambiente macro econômicos sujeito a movimentos abruptos nas taxas de câmbio, o valor das empresas tendem a variar negativamente em momentos próximos a desvalorização. No entanto, o estudo falha ao tentar explicar a reação do mercado no momento antes da desvalorização.

Enquanto a análise que considera apenas a indústria ou a empresa se mostra frágil para a determinação do valor das ações, a análise holística do ambiente e da empresa se apresenta como uma alternativa. Glen (2001) corrobora esta conclusão na medida que apresenta também, em seu trabalho, resultados estatísticos sobre a influência de variáveis macro econômica e do nível de endividamento das empresa na determinação do valor das ações.

Ainda com base em Glen (2001) se pode concluir que no nível de análise que considera apenas o ambiente observado no país, o produto interno bruto e o tamanho da desvalorização são as variáveis mais representativas na explicação do comportamento do valor das ações e conseqüentemente na determinação do valor da empresa.

Este tipo de analogia motiva a busca pela relação entre as variáveis de ambiente e o valor das empresas. Certamente a instabilidade do cenário econômico tem relação direta com o valor das empresas, no entanto relacionar decisões políticas ou movimentos sociais ao movimento das ações pode não ser tão óbvio.

Uma outra abordagem sobre o tema também estuda fatores indiretamente relacionados ao ambiente legal. Trata sobre a implementação de políticas de boa prática de Governança e chega a conclusões de que a adoção de tais práticas não é percebida da mesma forma em diferentes ambientes .

Desta forma com base em Klapper e Love (2002) pesquisas recentes vem estudando a relação entre finanças e o arcabouço do sistema judiciário em diferentes ambientes. Em seu trabalho Klapper e Love (2002) buscam relacionar a influência da adoção de boas práticas de Governança Corporativa na determinação do valor da empresa, em países emergentes.

O estudo de Klapper e Love (2002) está fundamentado nos dados de 495 empresas, distribuídas em 25 países considerados emergentes. Em cada um dos ambientes, foram identificadas variáveis de desempenho da empresa, variáveis referentes ao sistema legal daquele ambiente e também variáveis relacionadas a prática corporativa, como por exemplo relação com os acionistas minoritário. Com base nos dados é feita uma regressão multivariada, tendo como variável dependente o Q-Tobin.

Os testes empíricos demonstram que melhores práticas de Governança Corporativa estão fortemente correlacionadas com o melhor desempenho operacional, e conseqüentemente com o valor de mercado das empresas. Os resultados apresentados por Klapper e Love (2002) sugerem também, que empresas em países com baixa proteção aos investidores, que buscam adotar políticas internas de Governança são mais valorizadas. No entanto, as políticas internas funcionam apenas como atenuante a influência do ambiente legal frágil, e que somente uma reforma do sistema legal pode ser apontada como uma forma

de melhorar a situação de todo o mercado, e conseqüentemente agir positivamente para maximizar o valor das empresas.

Notadamente as empresas tendem a apresentar políticas de Governança baseadas no sistema legal do ambiente em que atua. Assim, em países com um sistema judiciário fraco se observa também uma baixa aderência a boas práticas corporativas, o que conseqüentemente será refletido no valor da empresa no mercado.

Com base nas conclusões de Klapper e Love (2002) percebe-se que um grupo de variáveis do ambiente se destaca como particularmente importante na determinação da eficiência do mercado financeiro, e também no seu nível de desenvolvimento. Este grupo é caracterizado por fatores que compõem, ou melhor que fundamentam, o sistema legal do ambiente. Pode, no entanto, ser caracterizado, por exemplo pela: aplicabilidade das leis, eficiência do sistema judiciário, proteção aos investidores minoritário entre outras variáveis. Esta combinação de sistema legal e sistema financeiro tem influência direta em dimensões cruciais em finanças, como por exemplo: o custo de capital, o valor da empresa e também no potencial de endividamento das instituições (La Porta, Silanes, Shleifer e Vishny (1997)).

Klapper e Love (2002) em seu trabalho sobre a implementação de práticas de Governança Corporativa, sugerem existir uma relação direta entre o sistema legal e valor da empresa. Na mesma linha explanatória cabe citar o trabalho apresentado por La Porta, Silanes, Shleifer e Vishny (1997), o qual estuda a relação entre o desenvolvimento do mercado de capitais em 49 países, e a origem do sistema legal em cada um desses ambientes. No trabalho o ambiente é estudado sob a ótica da origem do sistema legal. Assim foram propostos quatro grandes grupos originários para o sistema legal: os de origem, Inglesa, Francesa, Alemã e Escandinava. Os 49 países foram agrupados em cada um dos quatro conjuntos propostos.

Os resultados apresentados por La Porta, Silanes, Shleifer e Vishny (1997) demonstraram a influência direta do ambiente legal, principalmente no que se refere a aplicabilidade das leis e ao seu poder, na dimensão e no desenvolvimento do mercado de capitais. O estudo demonstra ainda, que em países baseados na fonte jurídica de origem francesa, classificada como lei civil, o mercado de capitais, seja este de dívida ou de ações, apresenta um tamanho e uma eficiência

inferior a todos os outros grupos. Em contrapartida, os mercados baseados em fontes jurídicas inglesas, classificadas como leis comuns apresenta maior eficiência e dimensão.

La Porta, Silanes, Shleifer e Vishny (1997) sugerem ainda que tais diferenças estariam fundamentadas, principalmente, na fraca estrutura de proteção aos investidores observada no sistema francês. Note que esta conclusão está completamente alinhada com o trabalho de Klapper e Love (2002) e certamente confirma a influência das variáveis do ambiente na determinação do valor da empresa. Esta relação torna-se evidente na medida que analisamos de forma ampla o mercado de capitais. Assim em ambientes onde o mercado é pouco desenvolvido observa-se uma alta concentração e baixos volumes de negociação para o mercado de ações o que acaba, de certa forma, sendo refletido no mercado de dívida, fatores que podem levar a distorções no valor dos ativos.

La Porta, Silanes, Shleifer and Vishny (1999) afirmam que o valor da empresa é maximizado na medida que os seus investidores externos, sejam este investidor em ações ou em títulos de dívida, percebam que os seus direitos estão protegidos e serão respeitados. Esta afirmação torna-se evidente quando nos remetemos aos modelos fundamentalistas para determinação do valor da empresa. Neles a incerteza é representada por uma determinada taxa de desconto, a qual certamente reflete a incerteza dos investidores. Assim quanto menor a incerteza maior será a disposição do investidor prover recursos para a empresa.

Os estudos como o de La Porta, Silanes, Shleifer e Vishny (1997), sobre a relação entre mercado de capitais e ambiente legal, e o de Klapper e Love (2002) sobre a implementação de boas práticas de Governança Corporativa e performance, motivam a exploração cuidadosa da relação entre a percepção de risco do investidor e o valor da empresa. A esta altura cabe fazer referência ao trabalho desenvolvido por La Porta, Silanes, Shleifer e Vishny (1999) no sentido de propor um modelo de avaliação, o qual relaciona os efeitos da proteção aos investidores com o valor da empresa.

O modelo proposto por La Porta, Silanes, Shleifer e Vishny (1999) se fundamenta em dois temas já discutidos neste trabalho para avaliar as empresas. O primeiro tema é referente ao desenvolvimento do ambiente legal e a sua origem, proposto pelos próprios autores em 1997; e o segundo tema refere-se ao benefício

que só os acionistas controladores da empresa detém proposto por Dyck Zingales (2002).

La Porta, Silanes, Shleifer e Vishny (1999) testaram o modelo em uma amostra composta por 371 empresas, distribuídas em 27 países. Tais países foram classificados em dois grandes grupos de acordo com a origem do sistema legal. Os grupos seriam dos países com sistema legal baseado na origem das leis em: civil e comum. Além disso buscou identificar variáveis que demonstrassem a mitigação do risco de diferenciação de benefícios entre os acionistas da mesma classe. Assim foram sugeridas ao todo 14 variáveis para o modelo. Os resultados apresentados corroboram a expectativa de que os valores mais altos de avaliação foram atribuídos as empresas que atuam naqueles ambientes que apresentam uma relação com os investidores clara e percebida como justa por estes.

Ainda bastante relacionado ao ambiente legal surgem trabalhos como o de Dyck e Zingales (2002) o qual busca explorar a relação entre o valor das ações do bloco de controle e a de fora dele.

Dyck e Zingales (2002) partem da premissa de que tradicionalmente em finanças todas as ações da mesma classe representam a mesma fração de capital da empresa. Conseqüentemente oferecem direitos iguais aos seus portadores. Com base na igualdade das ações o valor das mesmas, em teoria, devem ser iguais independentes de definirem ou não o controle majoritário da empresa. Todavia na prática se observa uma diferença entre o valor das ações do bloco de controle e as ações negociadas no mercado aberto, geralmente composto pelos investidores minoritários.

A diferenciação entre o valor das ações do bloco de controle e as ações no mercado é a principal motivação do estudo desenvolvido por Dyck e Zingales (2002). No trabalho busca-se fundamentar a diferença paga pelos investidores para ter o controle da empresa. O trabalho sugere que a motivação para o pagamento de um prêmio de controle deve-se a possibilidade de os controladores obterem vantagens particulares perante outros acionistas. Obviamente na medida que as boas práticas de Governança Corporativa são adotadas o prêmio pelo controle tende a diminuir. No entanto como apresentado por Klapper e Love (2002), somente a adoção de políticas internas não torna o ambiente eficiente.

Dyck e Zingales (2002) avaliaram 412 operações de transferência de controle entre o período de 1990 e 2002 ocorridas em 39 países. Os resultados apresentados demonstram que, na média, o prêmio de controle é de 14% acima do valor da capital da empresa. Assim as ações do bloco de controle são valorizadas bem acima dos valores de mercado. Também se observa que valores do prêmio variam de acordo com o ambiente de mercado, sendo de -4% para o caso do Japão e podendo chegar a 65% como no caso do Brasil.

Uma conclusão direta do estudo de Dyck e Zingales (2002) que esta alinhada como o objetivo deste trabalho é a de que, em ambientes onde os benefícios dos majoritários é maior observa-se uma baixa eficiência de mercado, uma concentração e um mercado de capitais pouco desenvolvido. Obviamente estes dados também podem ser extraídos dos fatores de competitividades que usaremos para relacionar o valor da empresa ao ambiente. Os resultados esperados são os de que em mercados menos eficientes, com alta intervenção do governo e grandes benefícios na manutenção do controle, o valor das empresas estará subestimado na medida que o prêmio de controle é considerado.

Todos os trabalhos referenciados acima confirmam a percepção sobre a influência da localização na determinação do valor da empresa. Com base no que foi apresentado até este ponto pode-se concluir que o valor da empresa é influenciado basicamente pela diversidade dos fatores sociais, culturais, organizacionais entre outros. Tais fatores afetam diretamente as variáveis que foram vistas na primeira parte desde tópico e assim determinam a relação para a matemática que leva ao valor da empresa.

É justamente motivado pela linha investigativa sobre a significância estatística da influência do ambiente na determinação do valor da empresa, percebida e analisada nos *paper* com diferentes abordagens, que este trabalho buscará responder a questão proposta inicialmente. Para tanto se fundamenta na seguinte metodologia.