

5 Conclusões

O objetivo desse trabalho foi identificar as variáveis que influenciam, positivamente ou negativamente, o custo de capital disponível e o valor das empresas tanto nos países desenvolvidos como também nos emergentes.

A pesquisa realizada por Gonçalves (2006) e Silva (2006) resultou-nos subfatores que influenciam, positivamente ou negativamente, o custo de capital disponível e o valor das empresas, respectivamente, para países desenvolvidos e emergentes. Como descrito anteriormente, estes subfatores são compostos por diversas variáveis. Assim, todas as variáveis, que compõe cada subfator de influência, foram identificadas e, ao final, foram criadas 4 (quatro) base de dados distintas.

Posteriormente, estas foram avaliadas por meio de regressão linear multivariada, a fim de identificar as relações entre as variáveis dependente (custo de capital ou valor das empresas) e independente (variáveis). Para adotar os modelos de regressão linear multivariada, a base de dados deve atender aos pressupostos básicos, tais como: análise de normalidade, análise de homogeneidade da variância e, finalmente, análise da linearidade.

É importante destacar as limitações encontradas durante a realização deste estudo.

Primeiramente, destacamos a limitação existente dentro da própria constituição do modelo utilizado. Utilizamos apenas dois grupos de países com o objetivo de segregarmos países em estágios de desenvolvimento econômico diferentes. Entretanto, sabemos que as variáveis independentes de nossa pesquisa – os vinte sub-fatores – influenciam cada um dos 44 países de forma diferenciada. Não tivemos a oportunidade de verificar, individualmente, as possíveis relações das variáveis independentes entre países de um mesmo conjunto, e acreditamos que essa limitação não seja determinante a ponto de comprometer os resultados. Tal limitação poderá ser mais bem analisada e detalhada em futuros trabalhos de pesquisa.

A segunda limitação existente no modelo tem seu destaque justificado pelo comportamento que algumas variáveis apresentaram com relação às premissas que precisavam ser validadas para a realização da análise multivariada. Entre testes realizados – Normalidade, Homoscedasticidade e Linearidade – detectamos que algumas variáveis mostraram-se sem aderência mesmo depois de termos trabalhado com as transformações de dados, que nos ajudou como fator preponderante para que pudéssemos aumentar o número de variáveis aderentes ao modelo. Entretanto, destacamos que as diferenças entre as variáveis de competitividade e o custo de capital foram testadas e apresentaram resultados significativos, observados nas tabelas estatísticas do capítulo anterior.

Ainda detectamos uma outra limitação referente aos dados da nossa variável dependente em estudo – Custo de Capital. Conforme já destacamos nessa pesquisa, essa variável também foi extraída da base de dados do IMD, respeitado o mesmo limite geográfico e temporal – dados dos relatórios de 1995 até 2004.

Essa variável faz parte da composição do subfator Estrutura Institucional, que compõe o fator de competitividade Eficiência do Governo – vide item 7.3.

Mais uma vez, dizemos que: embora possa ser mencionado que exista certa “circularidade” ao considerarmos o custo de capital como uma variável dependente, consideramos este efeito diluído por ser o Custo de Capital apenas um entre os 77 critérios que formam o mencionado fator. Levando também em conta o total geral de 321 critérios, podemos assumir que esse efeito torna-se mais diluído ainda.

Existe ainda uma outra limitação referente aos dados sobre o valor da empresa extraído da base de dados do MSCI. Conforme já havia sido destacado no item 1.4, existe uma diferença temporal entre as variáveis independentes e a variável dependente. Os dados extraídos do IMD são dados históricos e pouco reflete tendências futuras, enquanto os dados do MSCI sobre valor da empresa são baseados nas técnicas de avaliação fundamentalista vistas no item 2 deste trabalho. Tais técnicas sofrem grande influência da expectativa futura de crescimento das empresas. Assim, se pode observar um descasamento entre os dois horizontes de tempo – passado e futuro - algo que apesar de influenciar toda a base de dados, o que certamente é determinante na análise dos resultados.

Uma vez listada as limitações e os procedimentos adotados para alcançar o objetivo final deste trabalho, o passo seguinte é analisar detalhadamente os

resultados obtidos pela regressão linear multivariada. Primeiramente, será apresentada as variáveis de influência do custo de capital disponível para países emergentes e desenvolvidos. Posteriormente, serão tratadas as variáveis relacionadas ao valor das empresas também segregado pela divisão dos países descrita anteriormente.

5.1. Custo de Capital

A variável Custo de Capital foi estimada com base em questionário respondido por executivos dos países descritos no presente trabalho. Quando a nota dada pelo executivo, referente ao custo de capital, é baixa, pode-se dizer que a mesma deteriora o desenvolvimento de negócios. Quando a nota é alta, o custo de capital encoraja o desenvolvimento de negócios.

5.1.1. Custo de Capital - Países Emergentes

A primeira base de dados foi formada apenas por países emergentes e mostrou que o custo de capital disponível para as empresas se relaciona significativamente com as seguintes variáveis: Educação em Economia, Área Arável, Exportação de Bens – Crescimento Real, Ferrovias, Importações de Bens e Serviços – Crescimento Real e Receitas de Turismo.

A variável Educação em Economia representa o processo pelo qual uma parte da população obtém ensino especializado em economia. Os países que possuem uma educação mais forte têm mais chance de serem bem-sucedidos, além de contribuírem para o fortalecimento socioeconômico. O ensino superior impulsiona a formação de uma mão-de-obra mais qualificada. Um país que investe em educação tem uma população mais forte, preparada e competitiva. Esta variável demonstrou uma relação negativa com o custo de capital.

A justificativa encontrada para essa relação é de que a população alfabetizada em economia está se deslocando (sendo exportada para outros países) com necessidades de mão-de-obra especializada. Normalmente, os países emergentes são provedores dessa mão-de-obra já que, na grande maioria das vezes, não fornece um mercado de trabalho competitivo além do alto desemprego.

Portanto, os ganhos desses investimentos são colhidos por outros países. As causas são as baixas remunerações e a falta de condições de trabalho para essa mão-de-obra qualificada.

A variável Área Arável, que demonstrou possuir uma relação positiva com o custo de capital, faz parte da infra-estrutura básica de um país. O crescimento de área arável atrai investimentos, nacionais ou internacionais, aumentando a geração de riqueza desses países. Conclui-se que essa variável encoraja o desenvolvimento de negócios.

A variável Exportação de Bens, que apresentou uma relação negativa com o custo de capital, consiste nas vendas de bens de um país para outro. É uma ferramenta importante de política econômica porque com as exportações superando as importações há saldo positivo na balança comercial (dólares em caixa) aumentando a capacidade de pagamento do país. O aumento das exportações fortalece a imagem do país no cenário internacional. Se levarmos em consideração que grande parcela da pauta de exportação dos países emergentes é composta de produtos primários e semi-manufaturados, podemos justificar uma queda das exportações se vier acompanhada de uma diminuição das importações. Os países emergentes passam a produzir internamente bens manufaturados em substituição às importações. Não foi possível encontrar uma justificativa para esta relação.

A variável Ferrovias representa a densidade da malha em quilometro quadrado. Esta variável demonstrou uma relação positiva com o custo de capital. Os investimentos em infra-estrutura são essenciais para que o crescimento econômico seja sustentável melhorando a percepção dos investidores quanto ao país e, conseqüentemente, gerando uma queda no risco que se refletirá no custo de capital.

A variável Importações de Bens e Serviços representam os bens e serviços produzidos no exterior e vendidos internamente. A variável demonstrou possuir uma relação negativa com o custo de capital. As importações trazem tecnologia, redução de custos e participação de produtos estrangeiros de qualidade no mercado nacional. As nações deveriam aumentar as importações dos produtos que apresentem menor competitividade doméstica. Em países emergentes, a economia local é prejudicada em virtude da elevada taxa de juros e grande incidência de impostos cumulativos. A elevada taxa de juros inibe o volume de investimentos

produtivos. As empresas não têm condições de obter financiamentos e tornam-se anti-competitivas com os produtos importados. Ao mesmo tempo, pelo lado da tributação, o produto nacional está perdendo parte de sua competitividade devido ao aumento de impostos cumulativos.

Além disso, aumento nas Importações de Bens e Serviços gera saldos negativos na conta corrente aumentando a vulnerabilidade externa. A consequência é a necessidade crescente por financiamentos externos que aumentam a proporção da dívida externa sobre o PIB. Isso causa um desencorajamento por parte dos investidores no desenvolvimento de negócios nesses países.

A variável Receitas de Turismo representa receitas, em divisas, advindas da venda de serviços e bens. Esta variável demonstrou uma relação negativa com o custo de capital. A indústria turística tem como impactos negativos a pressão inflacionária, porque a alta dos preços no geral atinge também bens e serviços de primeira necessidade; grande dependência com relação ao turismo e custos sociais e ambientais.

5.1.2. Custo de Capital - Países Desenvolvidos

A segunda base de dados foi formada apenas por países desenvolvidos e mostrou que o custo de capital disponível para as empresas se relaciona significativamente com as seguintes variáveis: Índice do Custo de Vida e Aluguel de Espaço Comercial.

A primeira variável é o Índice do Custo de Vida que é a medida da variação dos preços de bens e serviços consumidos por pela população do país, em certo período de tempo. Este índice permite avaliar quantitativamente o poder de compra dos salários e o valor real da moeda gerando uma melhora no custo de capital dos países desenvolvidos. Na prática, os países desenvolvidos possuem os maiores custos de vida e também os menores custos de capital. Esses países possuem riscos menores que são refletidos no custo de capital.

A variável Aluguel de Espaço Comercial, que apresentou uma relação negativa com o custo de capital, representa o custo em dólares por metro quadrado

por ano. O alto custo de Aluguel de Espaço Comercial desencoraja o desenvolvimento de negócios.

5.2.

Valor de Empresa

5.2.1.

Valor de Empresa – Países Emergentes

A terceira base de dados foi formada apenas por países emergentes e mostrou que o valor das empresas se relaciona significativamente com as seguintes variáveis: Produto Interno Bruto, Ameaça de Relocalização de Atividade de Pesquisa e Desenvolvimento, Acesso ao Mercado de Capitais Estrangeiros, Regulação Legais de Instituições Financeiras, Previsão de Inflação e Relações Trabalhistas.

Desta base de dados, a primeira variável a ser analisada é Produto Interno Bruto que representa a soma (em valores financeiros) de todas as riquezas finais produzidas em um país e um dos principais indicadores da atividade econômica, durante um período determinado. Este indicador mede a produção levando em conta três grupos principais: agropecuária, formada por agricultura extrativa vegetal e pecuária; indústria, que engloba áreas extrativa mineral, de transformação, serviços industriais de utilidade pública e construção civil; e serviços, que incluem comércio, transporte, comunicação, serviços da administração pública e outros. A variação do Produto Interno Bruto é influenciada pelo consumo privado, investimentos privados, gastos públicos e balança comercial. O crescimento econômico tende a provocar um aumento na receita e nos lucros das empresas que acarreta diretamente num aumento no valor das empresas. Esta variável apresentou uma relação negativa com o valor das empresas e pelos motivos acima não foi possível justificar essa relação.

A segunda variável, Ameaça de Relocalização de Atividade de P&D, que apresentou uma relação positiva com o valor das empresas, refere-se à ameaça de transferência para outro lugar as atividades de pesquisa e desenvolvimento. O país melhor colocado nesse critério demonstra que a alteração de lugar desta atividade não ameaça o futuro da economia nos países emergentes. A atividade de pesquisa e desenvolvimento influencia ativamente o processo de inovação tecnológica das

empresas. As empresas fazem P&D fora de suas matrizes: para adaptar produtos mundiais ao mercado local; obter acesso a centros de excelência e inteligências locais; reduzir custos de P&D; ter acesso a menor exigência regulatória; e aumentar a velocidade de execução do P&D. A inovação e o desenvolvimento tecnológico colocam a indústria num patamar competitivo aumentando o valor da mesma. A relação positiva com valor das empresas demonstra que o país sobrevive por si só sem atividades de P&D.

A terceira variável refere-se ao Acesso ao Mercado de Capitais Estrangeiros, que apresentou uma relação negativa com o valor das empresas. O mercado de capitais é uma importante fonte de financiamento para as empresas. Os países emergentes não possuem um mercado de capital ativo. As empresas, nestes países, buscam acesso ao mercado de capitais estrangeiro para obter financiamentos mais baratos e diversificar seus riscos. A consequência é uma queda no custo de capital dessas empresas e, portanto, um aumento no valor das empresas. Não foi possível encontrar uma justificativa para essa relação.

A quarta variável refere-se à Regulação das Instituições Financeiras, que apresentou uma relação positiva com o valor das empresas. O país melhor colocado nesse critério demonstra que a regulação das instituições financeiras está adequada para a manutenção da estabilidade financeira. A regulação tem por objetivo minimizar o risco sistêmico, garantir que o ambiente do mercado é confiável e também a proteção dos investidores diminuindo a vulnerabilidade a quebras que podem gerar prejuízos à economia como um todo. O resultado indica que uma melhora nessa variável implica também numa melhora no valor das empresas.

A quinta variável é Previsão de Inflação, que consiste no aumento de preços ocasionando perdas de poder aquisitivo para a população do País. A variável apresentou uma relação positiva com o valor das empresas. As causas são, principalmente, as emissões sem lastro de moeda (quando o governo precisa de dinheiro para pagar suas dívidas sem que tenha ocorrido um aumento nas atividades econômicas), ou do reajuste no câmbio (quando o governo é obrigado a desvalorizar sua moeda em relação à outra mais forte, em geral o dólar). Um aumento na previsão de inflação deveria acarretar uma diminuição no valor das empresas. Portanto, não foi possível encontrar uma justificativa que explicasse tal relação.

A sexta e última variável refere-se às Relações de Trabalho, que apresentou uma relação negativa com o valor das empresas. Esta variável consiste nas relações entre trabalhadores e empresários e esta é hostil ou produtiva. De qualquer forma, não foi possível encontrar uma justificativa para tal relação.

5.2.2. Valor de Empresa – Países Desenvolvidos

A quarta e última base de dados foi formada apenas por países desenvolvidos e mostrou que o valor das empresas se relaciona significativamente com as seguintes variáveis: Conselhos de Administração, Responsabilidade Social, Valor para os Acionistas, Credibilidade dos Gerentes e Empreendedorismo.

Desta base de dados, a primeira variável a ser analisada é Conselho de Administração, que é, em teoria, o mecanismo mais direto de controle dos acionistas. Esta variável apresentou uma relação positiva com o valor das empresas. Os membros do Conselho de Administração, que são eleitos pelos acionistas em Assembléia Geral, são responsáveis pela orientação geral dos negócios. Dentre outras atribuições, o Conselho de Administração é competente para eleger os membros da Diretoria da Companhia, supervisionar e fiscalizar o exercício de suas funções. Isto assegura respeito aos direitos dos acionistas e transparência nos atos e resultados da administração perante o mercado. Portanto, existe de fato uma relação de causa e efeito entre a adoção de boas práticas de governança corporativa – como Conselho de Administração – e o valor das empresas. As empresas com boa governança são mais procuradas pelos investidores, o que resulta na redução do seu custo de capital e na valorização de suas ações.

A segunda variável é Responsabilidade Social que se tornou um fator de competitividade para os negócios. Esta variável apresentou uma relação negativa com o valor das empresas. No passado, o principal fator de competitividade de uma empresa era principalmente o preço de seus produtos. Depois, veio a onda da qualidade, mas ainda focada nos produtos e serviços. Atualmente, as empresas devem investir no permanente aperfeiçoamento de suas relações com todos os públicos dos quais dependem e com os quais se relacionam: clientes,

fornecedores, empregados, parceiros e colaboradores. Isso inclui também que a comunidade na qual atua o governo, sem perder de vista a sociedade em geral, que construímos a cada dia. A responsabilidade social também é facilmente relacionada a outros aspectos positivos resultantes da adoção desta postura pelas empresas. A imagem institucional e a marca são valorizadas; há maior lealdade de todos os públicos e maior capacidade de recrutar e manter talentos; a empresa adquire maior estabilidade e conseqüentemente mais longevidade.

É importante frisar que a responsabilidade social empresarial é primeiramente uma atitude que reflete a ética da empresa. Com a busca da melhoria contínua, já existem normas que norteiam as atividades da empresa dentro de um gerenciamento ético e social. Não foi possível encontrar uma justificativa para tal relação. Talvez o mercado reconheça “socialmente”, mas, na prática, não paga um prêmio por estas empresas.

A terceira variável é a criação de Valor para os Acionistas, que apresentou uma relação positiva com o valor das empresas. A partir dos anos 80, as empresas passaram a medir desempenho em termos de criação de valor para os acionistas. Uma empresa cria valor para seus acionistas quando os retornos obtidos são superiores aos custos dos capitais utilizados para gerar esses retornos.

A empresa é um conjunto de ativos pertencentes a acionistas e credores, logo seu valor é expresso pelo valor para os credores mais o valor para os acionistas. Assim, quando ocorre a criação de valor para os acionistas, o resultado é um aumento no valor das empresas.

A próxima variável é a Credibilidade dos Gerentes, que apresentou uma relação negativa com o valor das empresas. Não foi possível encontrar uma justificativa para tal relação.

A última variável é o Empreendedorismo, que apresentou uma relação positiva. Schumpeter (1985, p. 35) enfatiza a figura do empreendedor como aquele que cria novos negócios, podendo também inovar dentro de negócios já existentes, e assim ser empreendedor dentro de uma empresa já constituída. Segundo Drucker (1986, p. 36), o empreendedor sempre está buscando a mudança, reage a ela e a explora como sendo uma oportunidade de inovação.

Os empreendedores são fundamentais para o sucesso de uma organização, pois suas inovações geralmente aumentam a competitividade e reduzem custos. Uma das conseqüências de suas ações é um aumento no valor das empresas