

# 1

## O Problema

### 1.1

#### Introdução

Identificar as variáveis que influenciam de forma positiva ou negativa o custo de capital de uma empresa, ou numa forma mais abrangente, o custo de capital associado a um país, tem sido fonte de inúmeras pesquisas, já publicadas no meio acadêmico nos últimos anos. O surgimento do Modelo de Precificação de Ativos, ou *CAPM – Capital Assets Pricing Model*, no início dos anos 60, pode ser encarado como um marco histórico, uma vez que após a sua publicação, diversas teorias e trabalhos surgiram com o objetivo de criticá-lo e na tentativa de testar a sua aplicabilidade em diferentes tipos de mercados – desenvolvidos ou emergentes.

Dentro dos processos de avaliação de empresas, de orçamentação de capital e de estudo de viabilidade de novos projetos temos duas tarefas importantíssimas. A primeira diz respeito à determinação dos fluxos de caixa relevantes, e a segunda tarefa diz respeito à determinação do custo de capital que será utilizado para descontar os fluxos de caixa a valor presente.

Em razão das duas variáveis acima, o VPL – Valor Presente Líquido – de um projeto pode ser aprovado ou rejeitado pelo Conselho de Administração de uma empresa. Dependendo da qualidade dos dados e informações pesquisados, um projeto aprovado pode ser conduzido ao sucesso ou ao fracasso, da mesma forma que premissas mal determinadas podem condenar projetos que seriam vitoriosos, com premissas mais adequadas.

Conforme observado, o processo de valoração de um ativo é uma tarefa árdua onde podemos atribuir esse grau de dificuldade, na maioria das vezes, à determinação do custo de capital do projeto. Essa variável pode ser qualificada como sendo uma das mais importantes do meio acadêmico de finanças, em razão dos inúmeros trabalhos envolvendo esse assunto.

Alguns estudos acadêmicos, como os realizados por Gitman e Forrester (1977), Gitman e Mercurio (1982), Moore e Reichert (1983), Trahan e Gitman (1995), Bruner (1998), Block (2000) e Graham e Harvey (2001 e 2002), discutem as práticas de decisão de investimentos e estimativa do custo de capital em corporações americanas.

Dentro da linha de pesquisa acima, um trabalho diferencia-se pelo fato de agrupar em sua base de amostra, um grupo mais seletivo de corporações e bancos de investimentos, reconhecidos pela excelência de suas práticas financeiras, com o objetivo principal de identificar as melhores metodologias para estimação do custo de capital (Bruner, 1998).

Com base na grande complexidade que existe sobre o tema é que surge essa pesquisa, tendo como principal problema a ser investigado, a seguinte pergunta: *quais as variáveis que influenciam o custo total de capital disponível para uma empresa, em determinado país, fazendo com que ele seja tão diferente de um país para outro?*

As variáveis que afetam a rentabilidade de uma determinada indústria passaram a ser mais estudadas após a divulgação do Modelo das Cinco Forças Competitivas (Porter, 1980). Esse estudo revela porque alguns setores da indústria são tão lucrativos, como por exemplo, as indústrias farmacêuticas e de cosméticos, enquanto outros setores possuem uma taxa de rentabilidade sobre o capital investido mais moderada.

Uma outra linha de pesquisa, na qual tentaremos fundamentar as explicações para o nosso estudo, busca uma associação entre o sucesso das empresas e o ambiente competitivo dos países, levando em conta forças sociais, políticas e econômicas. O ambiente competitivo dos países tem sido estudado por diversas instituições internacionais como o *IMD – International Institute for Management Development*, sediado na Suíça, cujos dados dos Anuários Estatísticos de 1995 até 2004 serão utilizados na pesquisa.

No caso de uma empresa que utiliza diversas fontes de capital para financiar seus projetos, a perfeita determinação do custo de capital é um objetivo quase impossível. Portanto, procurar entender as variáveis internas e externas, referentes ao ambiente competitivo dos países onde as empresas estão inseridas, e buscar uma correlação entre custo de capital e as forças sociais, políticas e

econômicas, pode nos ajudar na difícil tarefa de determinação do custo de capital, possibilitando uma estimativa bastante próxima do seu valor justo.

## 1.2

### Objetivos da Pesquisa

O objetivo final da pesquisa é identificar as variáveis sociais, políticas e econômicas que influenciam o custo de capital disponível para uma empresa, em um determinado país. Para isso, utilizaremos como fonte de informação a base de dados publicada anualmente pelo *IMD – International Institute for Management Development*, que tem como objetivo final divulgar um *ranking* de competitividade entre os países que colaboram com as informações solicitadas. Os dados do *IMD* são agrupados em fatores, sub-fatores e critérios perfazendo um total de mais de 323 variáveis, que podem ser qualitativas e quantitativas, para uma amostra de 44 países.

Para que o objetivo final da pesquisa seja alcançado, precisaremos traçar alguns objetivos intermediários e fazer com que os mesmos sejam atingidos. De forma a criar uma linha de raciocínio, abaixo listamos os objetivos intermediários.

- Conhecer a metodologia adotada pelo *IMD* para a determinação dos *rankings* de competitividade mundial;
- Criar um *ranking* que consolide os critérios de competitividade (aproximadamente 300) nos 20 sub-fatores, que estarão classificados em grupos de cinco, dentro de cada um dos quatro fatores de competitividade.

## 1.3

### Delimitação do Estudo

A competitividade mundial pode influenciar o ambiente corporativo, o valor das empresas e do custo de capital disponível de diversas formas. A pesquisa em questão está interessada apenas nas relações que possam existir entre o custo de capital (variável dependente) e os as variáveis sociais, políticas e

econômicas (variáveis independentes) do ambiente competitivo mundial, que estarão consolidadas nos *rankings* de sub-fatores.

A pesquisa utiliza como fonte única de informações, para a realização dos testes estatísticos, a base de dados do *IMD* publicada no Anuário de Competitividade Mundial. O estudo das variáveis que influenciam o custo de capital está delimitado temporalmente pelos anuários publicados entre os anos de 1995 e 2004 e está delimitado geograficamente pelos países que estão relacionadas nas publicações.

Uma outra limitação consiste no fato que algumas das variáveis poderão ir de encontro às premissas que deverão ser validadas estatisticamente, para que possamos proceder com uma análise multivariada dos dados. Para tanto, talvez tenhamos que dar um tratamento adequado (transformação de dados) a essas variáveis.

Em razão da grande complexidade que envolve o tema, a pesquisa não tem a pretensão de esgotar todas as conclusões possíveis sobre as variáveis que possam influenciar o custo de capital disponível em um país. No entanto, realizaremos uma análise criteriosa sobre a base de dados que estudaremos.

## 1.4

### Relevância do Estudo

Basta trabalhar numa grande corporação ou então acompanhar as notícias publicadas em jornais especializados, para perceber o tamanho dos valores que são investidos anualmente pelas empresas em projetos de expansão e aquisição de novos negócios, com o propósito final de geração de valor para os seus investidores e perpetuar as atividades da empresa.

Infelizmente, no mundo das finanças corporativas, podemos afirmar que o sol não nasce para todos. A boa vontade e a criatividade dos gestores em criar oportunidades de investimentos, nem sempre vence a barreira imposta pelos Conselhos de Administração das empresas. Na maioria das vezes, o número de projetos à disposição da empresa é absolutamente maior do que a quantidade de recursos disponíveis. Nesse momento cabe aos executivos das empresas a tarefa de selecionar os projetos que criarão maior valor para os acionistas.

Em razão do peso das decisões que são tomadas, dos montantes envolvidos e dos resultados que podem afetar a competitividade e a continuidade das organizações, podemos afirmar que o custo de capital disponível para uma empresa é um assunto de extrema relevância para os mundos acadêmico e corporativo.

## 1.5

### **Organização da Pesquisa**

De forma a buscar uma melhor organização da pesquisa, a mesma foi dividida em cinco capítulos. O segundo capítulo trata do referencial teórico, onde destacamos inúmeros trabalhos que foram consultados através de jornais e revistas acadêmicas, publicações de congressos e relatórios de analistas de mercado. O custo de capital foi tratado como assunto principal e os fatores que influenciam a competitividade mundial como tema acessório, mas também de grande importância para essa pesquisa. Ainda dentro desse capítulo também destacamos os conceitos existentes na literatura predominante.

No terceiro capítulo apresentamos a metodologia de pesquisa, onde destacamos o tipo de pesquisa adotado para a dissertação, a seleção da amostra de dados que serão utilizados para a busca dos resultados e das conclusões sobre o problema. Nesse capítulo, também apresentamos a metodologia utilizada pelo *IMD*, para a confecção dos dados que utilizaremos nas análises estatísticas. E por fim, apresentamos a metodologia que utilizaremos para processar e analisar os dados, referenciando o modelo estatístico utilizado.

Os resultados da pesquisa serão apresentados no quarto capítulo da dissertação, onde analisaremos as premissas estatísticas e os dados resultantes das regressões que serão realizadas, para identificar possíveis relações entre o custo de capital e os sub-fatores de competitividade mundial. No quinto capítulo apresentaremos as conclusões deste trabalho de pesquisa em conjunto com as recomendações para trabalhos futuros.