

2

Referencial Teórico

2.1

Custo de Capital

Diariamente, os gestores de recursos são envolvidos em momentos de pressão onde devem decidir o que fazer com os fluxos de caixa presentes e com os fluxos de caixa futuros das empresas. Os executivos dessas empresas devem determinar se os fluxos de caixa negativos, predominantes no início de projetos de expansão de fábricas ou compra de equipamentos novos para uma linha de produção, são justificáveis perante aos fluxos de caixa positivos que serão gerados pelos ganhos marginais oriundos dos investimentos realizados.

Existem dois pontos determinantes, que devemos aceitar, para compreendermos o processo de orçamento de capital. Primeiramente, os investidores são os provedores dos fundos necessários, que serão geridos pelos executivos durante a implantação dos projetos. E em segundo lugar, esses fundos devem ser aplicados em projetos que remuneram taxas de retorno, no mínimo, tão atrativas quanto aos retornos que os investidores poderiam ter acesso em outra opção de investimento. O retorno supracitado é o custo de oportunidade de capital do investidor, também conhecido como a sua taxa de retorno requerida.

Sabidamente, o custo de capital é parte indispensável para o processo de orçamento de capital, de forma a ser reconhecido como o seu uso mais importante. No entanto, o custo de capital também é usado para outras finalidades, como por exemplo, na tomada de decisão entre o uso de dívida ou de capital próprio, para o financiamento de um projeto.

Existem diversos tipos de fontes de capital para o financiamento de um projeto. Uma empresa pode financiar-se totalmente através de capital próprio. No entanto, a maioria das empresas utiliza outras fontes, como o capital de terceiros. Podemos citar que as ações ordinárias, as ações preferenciais e a dívida são os tipos mais frequentes de componentes de capital, sem deixar de ressaltar que todas essas fontes têm uma grande característica em comum: os investidores que as

forneçam aguardam um retorno sobre o capital investido. Em razão das fontes de pesquisa utilizadas para o Referencial Teórico devemos aqui também mencionar que, sempre que nos referirmos a Ações Ordinárias e a Ações Preferenciais, estaremos nos apoiando no modelo norte americano.

No caso dos investidores serem somente os acionistas ordinários, o custo de capital utilizado para o processo de orçamento de capital seria apenas o retorno esperado sobre o capital próprio. Porém, as empresas se fazem valer de diferentes tipos de capital e, em razão da diferenciação de risco existente entre eles, tais fontes possuem diferentes taxas de retorno esperadas. Com base na média ponderada dos diversos custos componentes das fontes de recursos disponíveis para o projeto, chegamos ao custo de capital que será utilizado para analisar o orçamento de capital do projeto em questão (Damodaran, 1997). O conceito acima descrito é o amplamente conhecido *WACC* ou *Weighted Average Cost of Capital* ou Custo Médio Ponderado de Capital.

O cálculo do custo total de capital exige do analista dois trabalhos: um relativamente simples e um outro mais complexo e trabalhoso. A parte simples fica por conta do cálculo do custo do capital de terceiros, que corresponde à taxa média paga pela empresa, pelos financiamentos obtidos, deduzidos do imposto de renda. A parte mais trabalhosa desse exercício está na determinação do custo de capital próprio, que deve contemplar todas as expectativas de retorno por parte dos acionistas e que estão correlacionadas com o risco do investimento (Keen, 1996).

Durante os últimos 30 ou 20 anos, o custo de capital tem sido uma das principais métricas financeiras utilizadas para a decisão de alocação dos recursos das empresas, em investimentos de longo prazo (Gitman, 2000). Nesse trabalho o autor relata os resultados de uma pesquisa realizada em 1997, sobre as técnicas de mensuração do custo de capital, utilizadas pelas principais corporações norte-americanas, extraídas da publicação *Fortune 1000*. Além disso, o autor traça um comparativo com o mesmo instrumento utilizado numa pesquisa realizada em 1980.

Diversas foram as conclusões apontadas após a comparação realizada entre as duas pesquisas. Abaixo, relacionamos as principais:

- Comparando os dois períodos, houve um crescimento no número de empresas que utilizam algum tipo de média ponderada, e uma redução no número de empresas que utilizam o custo específico de uma fonte de recurso, para a determinação do custo de capital;
- A maioria das empresas possui uma estrutura de capital alvo condizente com a estrutura de capital presente;
- Aproximadamente 70% das respostas apontaram para a utilização de um retorno requerido pelos investidores, e que na maioria das vezes (93%) o custo do capital próprio é calculado utilizando o modelo do *CAPM*;
- De 1997 para 1980, houve um crescimento no número de empresas que ajustam as taxas de retorno ao risco, no lugar de realizar este ajuste no próprio fluxo de caixa;
- A aprovação de um novo projeto depende cada vez mais da magnitude dos desembolsos, da nomeação de um responsável pelo projeto e da devida validação do projeto pelo Conselho de Administração da empresa.

2.1.1

Custo da Dívida

O ponto de partida para estimarmos o custo da dívida é calcularmos as taxas de retorno requeridas pelos credores, ou simplesmente o k_d . Para uma correta apuração do custo da dívida, e por consequência, uma correta apuração do *WACC*, é necessário que sejam utilizados para esse cálculo apenas o custo das novas fontes de recursos, ou dívida nova ou marginal. Assim, estaremos refletindo o retorno requerido hoje pelos provedores dos novos recursos financeiros para o projeto em questão. Como ponto relevante, devemos destacar a possibilidade de um equívoco no caso de se embutir nessas estimativas, o custo da dívida das fontes já existentes na empresa, ou seja, o custo da dívida antiga.

O custo da dívida também pode ser estimado através do cálculo do retorno até o vencimento, ou *YTM*, ou *Yield to Maturity*, utilizando o preço de mercado dos títulos de dívida de longo prazo da empresa, negociados publicamente. Outra

estimativa razoável, no caso da empresa não possuir dívidas de longo prazo negociadas publicamente, seria estipular uma média com base nos retornos esperados sobre as dívidas de empresas ou projetos similares que fossem negociados publicamente.

As empresas podem encontrar diferentes tipos de dívida para financiarem seus projetos. Os gestores podem contratar dívida com taxa fixa ou flutuante, dívida comum ou conversível e dívida com ou sem amortizações. Sendo assim, cada um dos instrumentos passível de contratação possuirá uma característica diferente no seu custo. No caso de um projeto em que exista a possibilidade de diversas fontes de dívida, o k_d será calculado com base no custo médio dos instrumentos de dívida que serão contratados, podendo ser ponderados pelos seus valores de mercado ou pelos seus valores contábeis.

Em razão do fato das despesas com juros de financiamentos serem dedutíveis para efeito de pagamento de imposto, não devemos julgar o retorno requerido pelos investidores, ou k_d , como sendo igual ao custo da dívida da empresa. O custo da dívida da empresa será menor que a taxa de retorno esperada pelos investidores, pois na verdade o governo arca com parte do custo total, em razão da possibilidade de dedução. Para o cálculo do custo médio ponderado de capital devemos utilizar o custo da dívida após os impostos, que corresponde à taxa de juros da dívida, k_d , subtraída do abatimento de imposto decorrente da dedução dos juros. Traduzindo tudo isso para uma fórmula, temos:

$$\begin{aligned} &= k_d - k_d T \\ &= k_d (1 - T) \end{aligned} \quad \text{(Fórmula 1)}$$

2.1.2

Custo do Capital Próprio

O custo do capital próprio é definido como a taxa de retorno que os investidores exigem para realizar um investimento patrimonial em uma empresa (Damodaran, 1997).

As empresas também podem utilizar ações preferenciais para financiarem o seu orçamento de capital. Os dividendos provenientes dessas ações não são

dedutíveis para abatimento de impostos. Com isso, diferentemente do custo da dívida, a empresa assume o custo total para o cálculo do custo da ação preferencial.

Os detentores das ações preferenciais sempre recebem seus dividendos antes de qualquer distribuição de lucro para os acionistas. O valor dessa remuneração é fixa, podendo ser uma quantia previamente estabelecida ou um percentual do valor nominal da ação.

O custo componente da ação preferencial, k_{ps} , usado para calcular o custo médio ponderado de capital é o dividendo preferencial, D_{ps} , dividido pelo preço líquido de venda, P_s , que corresponde ao valor que a empresa recebe após subtrair os custos de emissão, (Brigham, 1999).

$$k_{ps} = D_{ps} / P_s \quad (\text{Fórmula 2})$$

Existem duas formas das empresas aumentarem o patrimônio líquido dos acionistas ordinários. A primeira é via emissão de novas ações e a segunda é via retenção de lucros. Através da primeira forma, é preciso que a empresa tenha uma taxa de retorno bem superior ao retorno exigido pelos acionistas, para que os custos de lançamentos das novas ações possam ser superados. Paralelamente, o surgimento das novas ações dessa empresa no mercado, também gera pressão sobre o preço, levando a empresa a vender esses papéis por um preço inferior ao já existente, antes da emissão.

Em razão desses motivos inibidores, as empresas evitam emitir novas ações. Ocasionalmente, as corporações podem optar por essa alternativa para promover planos de reinvestimento de dividendos em novas ações, incentivar a compra de ações pelos seus funcionários e como fonte de financiamento de grandes projetos, tais como fusões e aquisições.

Por opção, a retenção de lucros passa a ser uma forma de obtenção de capital próprio mais atrativa. Para que essa alternativa seja viável, a taxa de retorno sobre os lucros retidos precisa ser pelo menos igual à taxa de retorno que os acionistas poderiam obter sobre investimentos alternativos de risco equivalente. O conceito de custo de oportunidade implica no fato de que os acionistas

poderiam ter recebido os lucros que foram retidos através de dividendos, e reinvestidos esses recursos em outras fontes de aplicações tais como ações, títulos e imóveis.

Comparado com o custo da dívida e com o custo da ação preferencial, o custo da ação ordinária é mais difícil de ser obtido. De acordo com os livros da doutrina de finanças, existem várias formas de se estimar esse custo, mas os três métodos mais aplicados para o cálculo são:

- O Modelo de Precificação de Ativos (*Capital Asset Pricing Model – CAPM*).
- A abordagem do rendimento de título da dívida de longo prazo, mais um prêmio pelo risco.
- O método do fluxo de caixa descontado (*Discounted Cash Flow – DCF*) ou abordagem do rendimento dos dividendos, mais a taxa de crescimento.

Para o cálculo do custo do capital próprio através da abordagem do CAPM, em primeiro lugar deve-se estimar uma taxa livre de risco, k_{RF} , geralmente aceita como sendo o retorno sobre títulos da dívida de longo prazo do tesouro americano.

Em seguida, estima-se o coeficiente beta, b_i , que é utilizado para medir o nível de risco da ação. Em terceiro lugar, estima-se uma taxa de retorno corrente esperada sobre o mercado, k_M . O prêmio de risco do mercado é calculado subtraindo k_{RF} de k_M . O prêmio de risco da empresa é determinado multiplicando-se o beta pelo prêmio de risco do mercado.

$$k_s = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) b_i \quad (\text{Fórmula 3})$$

A equação acima demonstra que para a determinação do custo do capital próprio, ou da ação ordinária, adiciona-se à taxa livre de risco um prêmio pelo risco, ajustado pelo seu coeficiente beta, de forma aumentá-lo ou diminuí-lo, para retratar o risco específico da ação.

O coeficiente Beta mede a tendência de uma ação subir ou cair em relação ao mercado. Levando em conta que a diversificação serve para eliminar o risco não sistemático, podemos assumir que o risco remanescente do ativo, inserido no contexto de uma carteira, será o risco sistêmico, que pode ser medido pelo grau de variação que a ação possui em relação a uma carteira de mercado (Basso, 2002).

A metodologia usada para estimar o risco sistemático, o beta, depende de as ações das empresas serem negociadas ou não (Copeland, 1994). No caso de empresas com capital aberto, sugere-se a utilização de estimativas publicadas por instituições financeiras de primeira linha, especializadas em risco. Normalmente, os betas publicados por essas instituições são revisados trimestralmente e cobrem aproximadamente sete mil empresas listadas na Bolsa de Nova York – *NYSE*, na *American Stock Exchange* e na *NASDAQ*. Essas estimativas de risco sistêmico tomam por base os índices financeiros das empresas, refletindo de maneira mais precisa a estimativa mais recente elaborada pelo mercado para o risco da ação.

O prêmio de risco é o ganho adicional, acima da taxa livre de risco, exigido pelos investidores, em recompensa ao grau médio de risco assumido por eles (Brigham, 1999). O prêmio de risco também é definido como sendo a diferença entre os retornos médios sobre as ações e o retorno médio sobre os títulos livres de risco, ao longo do período analisado (Damodaran, 1997).

A taxa livre de risco é o retorno medido de um ativo, ou de uma carteira de ativos, que não possua nenhum risco e que seus retornos não estejam vinculados a nenhum outro retorno na economia (Copeland, 1994). Uma vez que o risco é visto como a variância entre o retorno real e o retorno esperado, medido num ativo ou numa carteira de ativos, para que um investimento seja livre de risco, não pode existir nenhuma variância e conseqüentemente, o retorno real deverá ser igual ao retorno esperado (Damodaran, 2000).

A identificação das variáveis que sustentam a relação existente entre o risco e o retorno é afetada significativamente pelo nível de desenvolvimento econômico no qual o mercado em questão está inserido (Estrada, 2003). Em mercados desenvolvidos o modelo CAPM é amplamente aceito e utilizado na determinação da relação entre risco e retorno. No caso de países emergentes, ou em transformação, não existe ainda um consenso a respeito do modelo que melhor representa esta relação.

Embora seja bastante prático, o modelo do *CAPM* apresenta algumas imperfeições, em razão das dificuldades existentes para a obtenção dos dados necessários para o cálculo do custo de capital próprio. Calcular uma estimativa do beta que o investidor espera que a empresa alcance no futuro, com base nos dados históricos, não é uma decisão adequada. Portanto, torna-se difícil o cálculo do coeficiente de risco caso não haja informações suficientes para que uma análise adequada seja conduzida. Outra dúvida que pode surgir é se os títulos da dívida de longo prazo do tesouro americano, realmente são uma boa estimativa da taxa livre de risco (Brigham, 1999). Em razão dos problemas levantados e de outros que também possam existir, podemos constatar que a determinação do custo de capital próprio não é tão simples.

Apesar de todas as críticas sobre o modelo do *CAPM*, devemos dar destaque a sua importância como marco histórico na teoria de finanças. Basta mencionar que antes da sua formulação em 1964, nenhuma teoria tão importante e que relacionasse risco e retorno havia surgido, ao passo que após a sua descoberta, diversas novas teorias vêm surgindo com o objetivo de criticá-lo e apontar as suas fraquezas, e como tentativa de testar a sua aplicabilidade em mercados desenvolvidos e em mercados emergentes.

A abordagem do rendimento de título da dívida de longo prazo, acrescida de um prêmio pelo risco, é uma metodologia na qual adiciona-se um prêmio pelo risco, entre aproximadamente três e cinco pontos percentuais, à taxa de juros da dívida de longo prazo da empresa. No caso de uma empresa com uma classificação de risco elevada, a mesma terá o seu custo de capital penalizado em razão das altas taxas de juros sobre a sua dívida. Empresas com baixa classificação sempre possuem um custo de capitalização elevado.

De maneira contrária, uma empresa com uma classificação de risco mais baixa, não terá o seu custo de capital tão penalizado como no caso da empresa anterior. Empresas com uma boa classificação pagam sobre as suas dívidas, taxas de juros mais amenas e, portanto, através dessa metodologia, possuem um custo de capital menor.

Essa segunda abordagem também não é muito precisa. Os trabalhos empíricos apresentados já sugeriam que o prêmio de risco durante o rendimento do título da dívida de longo prazo, oscilam entre uma faixa de quatro a sete pontos

percentuais (Brigham, 1999). Portanto, esse método não estaria produzindo um custo de capital próprio confiável.

O método do rendimento dos dividendos, mais a taxa de crescimento, ou abordagem do fluxo de caixa descontado (*Discounted Cash Flow – DCF*) determina o custo de capital próprio, somando-se a taxa de crescimento esperada da empresa a seus rendimentos de dividendos futuros.

O preço e a taxa de retorno esperada sobre uma ação ordinária são fortemente dependentes dos dividendos futuros dessa ação. Todo tipo de investidor deseja receber um rendimento de dividendo e mais um ganho de capital, para um retorno esperado.

$$k_s = D_t / P_0 + g \quad (\text{Fórmula 4})$$

Na fórmula utilizada acima, para o cálculo do custo de capital próprio, P_0 representa o preço corrente da ação. D_t é o pagamento de dividendo esperado para o final do ano t . E g representa a taxa de crescimento. Assim, podemos afirmar que o investidor, com uma determinada expectativa de retorno, espera receber um rendimento de dividendo, mais um ganho adicional de capital.

O rendimento de dividendo é razoavelmente fácil de ser determinado. O fator que realmente complica a determinação do custo de capital próprio através dessa abordagem, é o cálculo da taxa de crescimento, g . Entre outras maneiras, a taxa de crescimento pode ser determinada através dos lucros e dividendos já ocorridos nos anos anteriores.

Essa metodologia de determinação da taxa de crescimento é válida quando a taxa histórica de crescimento dos lucros e dividendos da empresa tenha sido praticamente estável. No entanto, esse método fica prejudicado no caso de grandes flutuações na taxa de crescimento histórica, uma vez que o passado não traz base de confiança para a projeção de taxas de crescimento futuras.

Os analistas e investidores costumam montar suas projeções para a taxa de crescimento dos lucros e dividendos, com base nas projeções de vendas, previsões de aumento de capacidade, dados qualitativos que indiquem o aumento do mercado consumidor da empresa e margens de lucro e geração de caixa. Embora

esse método traga boas estimativas, ele está amarrado à premissa que a taxa de crescimento permanecerá constante no futuro.

Conforme apresentado nas três abordagens – *CAPM*, o rendimento dos títulos da dívida de longo prazo mais prêmio de risco e o *DCF* – o cálculo do custo do capital próprio é realmente muito particular. Não basta apenas escolher um método e aplicá-lo. É necessário que o analista ou investidor faça um julgamento criterioso sobre o método escolhido e sobre suas particularidades e limitações.

Recentemente, as empresas existentes nas economias desenvolvidas, principalmente nos EUA, têm se questionado sobre a utilização dos indicadores de performance da empresa, baseado em medidas contábeis tais como lucro por ação e retorno sobre ativo. As empresas estão migrando para um novo modelo de mensuração da performance, baseado na criação de valor. O ponto chave na metodologia de valor adicionado e que a diferencia da metodologia anterior, está na utilização do custo total de capital empregado como importante componente para o cálculo do indicador de desempenho (Basso, 2002). Portanto, as dificuldades apresentadas na determinação do custo próprio da empresa, principalmente em razão das subjetividades existentes, pode ser um fator crucial na opção da empresa em adotar ou não, as medidas de valor adicionado como indicadores de performance do seu desempenho.

Existem diversos fatores que afetam de forma positiva ou negativa o custo de capital de uma empresa e, de forma paralela, o custo de capital vinculado a um país. Uma linha de pesquisa recente descobriu que existe uma influência muito grande do ambiente competitivo nacional, sobre a diferença de valor das empresas e sobre o custo de capital das nações (Silva, 2002).

A globalização financeira é um fator que pode influenciar de forma positiva o custo de capital das empresas situadas em economias emergentes, e que não possuem fácil acesso às fontes de capital internacionais. No caso de empresas brasileiras, a globalização financeira foi alcançada através da emissão de *ADRs* – *American Depositary Receipts*, ou Recibos de Depósitos Americanos (Bruni, 2001). O instrumento acima possibilita que uma empresa estrangeira tenha acesso ao mercado de capitais norte-americano.

O estudo acima analisou os efeitos da globalização financeira, sobre o custo de capital das empresas, após o lançamento do programa de emissão de *ADRs*. Os resultados mostraram que em 70% da amostra estudada, houve uma redução do custo de capital das empresas, após o lançamento de *ADRs*.

Restrições às fontes de capitais acabam inibindo boas oportunidades de crescimento em países emergentes. A abertura do mercado de capitais representa uma importante oportunidade para de acesso ao capital estrangeiro, o que resulta na redução dos custos de financiamento. A movimentação do capital internacional colabora para a diversificação global e para a integração dos mercados, proporcionando uma otimização na alocação dos recursos e gerando ganhos de qualidade de vida das pessoas.

Um trabalho preparado por René M. Stulz para a Conferência Global de Mercados de Capital – SBF/NYSE, em fevereiro de 1999, examina os impactos da globalização sobre o custo de capital. A discussão levantada pelo trabalho evidencia que o custo de capital próprio reduz à medida que o processo de globalização evolui, por dois motivos importantes. Primeiramente, o retorno esperado e requerido pelos investidores por investir em ações, para compensar o risco que eles sustentam, normalmente cai em razão desse processo. Em segundo lugar, os *Agency Costs*, que normalmente tornam-se caros e difíceis de suportar, no momento em que as empresas levantam recursos financeiros para seus projetos, tornam-se menos importantes com a globalização financeira.

Apesar do custo de capital total também depender do custo da dívida, o trabalho assume que essa parcela do custo de capital depende sutilmente da forma com que as empresas são taxadas pelo Imposto de Renda. De forma a evitar as complicadas discussões em torno do assunto de tributação, o estudo é totalmente focado no custo de capital próprio.

A primeira parte do trabalho investiga de que forma a globalização afeta a taxa de desconto, frente a um fluxo intenso de capitais. Argumentos teóricos consistentes mostram porque a taxa de retorno deve cair quando os mercados tornam-se mais abertos para os investidores. A queda da taxa de desconto reflete instantaneamente em aumento no valor das ações e no valor dos investimentos.

A segunda parte do trabalho traça um paralelo entre o processo de globalização, governança corporativa e serviços financeiros. Primeiramente, a

globalização traz novos acionistas para a empresa. Geralmente, esses novos investidores têm condições de monitorar a gestão dos ativos de uma forma que os investidores locais não têm. Em segundo lugar, a globalização muda a relação existente entre empresa e provedores de capital. Em mercados pequenos e fechados, existe pouca competição entre os fornecedores de capital. Uma empresa com grande necessidade de capital lidará com o problema de existirem apenas poucas instituições e investidores para ajudá-la. Esse problema aumenta os custos transacionais associadas ao levantamento de capital e limita o tipo e quantidade de títulos que a empresa poderia emitir. A globalização aumenta a competição entre os fornecedores de capital e proporciona a redução do custo de capital.

A terceira parte do trabalho mostra as evidências empíricas do impacto da globalização sobre o custo de capital, apresentando as condições que devem ser alcançadas com a globalização, para reduzir o custo de capital. A quarta parte do trabalho discute as possíveis razões pelas quais os impactos da globalização não são tão amplos quanto são pregados pelas teorias. A explicação reside no fato que os investidores não investem tanto no mercado internacional quanto se é esperado no caso deles possuírem um portfólio globalizado.

De forma conclusiva, o trabalho levanta argumentos teóricos convincentes, levando-nos a crer que a globalização reduz o custo de capital das empresas através de dois canais principais. O primeiro canal é através da redução da taxa de desconto exigida pelos investidores. O segundo canal está no fato que a globalização aumenta o fluxo de caixa que os investidores esperam receber pelo monitoramento das práticas gerenciais e controle dos acionistas (Stulz, 1999).

Outro fator que pode afetar não só o custo de capital, mas também o valor da empresa, é o sistema legal de um país e como estão estabelecidas as leis que garantem proteção dos investidores, de forma a deixar claro quais são os direitos dos acionistas. A investigação levantada sobre os níveis determinantes de Governança Corporativa de uma empresa (Klapper, 2002), confirma a hipótese de que empresas em fase de crescimento e com grande necessidade de capital externo, têm mais incentivos a adotarem melhores práticas de Governança Corporativa, com o objetivo de reduzirem os seus custos de capital.

Entre as conclusões desse estudo, destacamos que empresas em países com um sistema legal fraco possuem uma classificação baixa nos níveis de

governança. Outra conclusão mostra que as empresas que negociam ações nos Estados Unidos possuem um alto nível de governança, mesmo quando sendo originárias de países com um sistema legal fraco. Boas práticas de governança estão positivamente correlacionadas com valor de mercado e performance operacional e essa relação é muito forte em países com um sistema legal fraco.

A pesquisa também sugere que as empresas estabelecidas em países que sejam pobres em leis, que protejam os investidores, podem reduzir os seus custos de capital, antecipando-se às reformas legais e judiciais, buscando credibilidade, através da criação de provisões que visem proteger os investidores. No entanto, não devemos nos esquecer na importância e na prioridade máxima das reformas políticas.

Em razão da natureza das regras legais e da qualidade de com as leis são aplicadas, podemos dizer que em países com insuficiência de leis que protejam os acionistas e os investidores, o mercado de capitais é muito pequeno ou sem expressão, no que se refere ao mercado de ações e de captação de recursos (La Porta, 1997). Essa constatação nos ajuda a compreender porque alguns países possuem um mercado de capital muito mais desenvolvido do que em outros.

Segundo La Porta (1997), anualmente centenas de empresas abrem o seu capital no mercado acionário americano, enquanto em outros países ocorrem apenas pequenos lançamentos públicos no decorrer de uma década. Tendo analisado uma grande quantidade de países ficou clara a grande diferença que existe em tamanho, abrangência e avaliação entre os mercados de capitais existentes.

Essa disparidade entre mercados de capitais é influenciada diretamente pelo ambiente que as leis dos países criam para as empresas. Um ambiente legislativo favorável protege os potenciais investidores da ação de empresários com conduta duvidosa e cria oportunidade para a entrada de novos recursos financeiros, em troca de segurança no investimento. De forma conclusiva podemos atestar que as diferenças presentes nas legislações dos países podem influenciar, de forma positiva ou negativa, a disponibilidade de recurso e conseqüentemente, o custo de capital, assim como a avaliação das empresas pelo mercado de capitais.

2.2

Competitividade

Em um mundo globalizado, os países competem para sustentar e aumentar seu padrão de vida. A competitividade possui um conceito muito amplo. A base de dados publicada pelo *IMD* no *WCY – World Competitiveness Yearbook*, referenciado nessa pesquisa como o Anuário Estatístico de Competitividade, é baseado principalmente em cima de duas definições, uma acadêmica e a outra mais voltada para o mundo dos negócios.

A definição acadêmica defende que a competitividade mundial é um campo do conhecimento econômico, que analisa os fatos e as políticas que dão forma à habilidade de um país em criar e manter um ambiente que mantenha mais criação de valor para suas empresas e mais prosperidade para seus habitantes. A definição voltada para o mundo dos negócios enfatiza a forma com que os países criam e mantêm um ambiente que sustente a competitividade de suas empresas.

Conforme publicado no *WCY* de 2004, o conceito acadêmico de competitividade é resultado de um conjunto de idéias e opiniões que surgiram no decorrer dos anos e têm ajudado a definir esse conceito complexo e moderno. Dentre elas citamos rapidamente:

- Adam Smith (1723-1790), em “*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of the Nations*” (1776) identificou os quatro principais fatores de produção: terra, capital, recursos naturais e trabalho.
- Max Weber (1864-1920), em sua obra “*Ethic of Protestantism and the Spirit of Capitalism*” (1905), buscou possíveis relações entre valores, religião, cultura e o desempenho econômico das nações.
- David Ricardo (1772-1823) em “*Principles of Political Economy and Taxation*” (1817), e sua Lei da Vantagem Comparativa, enfatizou como os países deveriam competir.
- Karl Marx (1818-1883), em sua obra “*Capital: A Critique of Political Economy*” (1867), destaca o papel do ambiente sócio-político para o desenvolvimento econômico,

- Joseph Schumpeter (1883-1950), em “*Capitalism, Socialism and Democracy*” (1942), enfatizou o papel do empreendedorismo, da inovação e o avanço tecnológico como um fator de competitividade.
- Robert Solow (1924-), em seu trabalho “*Technical Change and the Aggregate Production Function*” (1957), estudou os fatores que proporcionaram o crescimento econômico dos Estados Unidos entre os anos de 1948 e 1982, destacando o papel decisivo da educação e da inovação tecnológica.
- Nicholas Negroponte, em “*Being Digital*” (1995), refina o conceito do conhecimento, como sendo o mais recente fator de competitividade.
- Michael Porter, em “*The Competitive Advantage of Nations*” (1990), buscou consolidar todas as idéias acima dentro de um modelo sistêmico denominado de “Diamante Competitivo”.

A competitividade entre os países e a competitividade entre as empresas são conceitos completamente interdependentes. O WCY é totalmente focado no primeiro conceito de competitividade.

O WCY analisa e ordena a habilidade que os países possuem em criar e manter um ambiente interno que sustente a competitividade das empresas. A competitividade de um país não pode ser reduzida somente ao universo do Produto Interno Bruto e da Produtividade. As empresas também devem lidar com as dimensões políticas, sociais, econômicas e culturais. Conseqüentemente, os países precisam fornecer um ambiente que tenha instituições, leis e estruturas mais eficientes e que incentive a competitividade entre as empresas.

O princípio fundamental que permite uma distinção entre as definições de competitividade seja ela entre os países ou entre as empresas, concentra-se onde a criação de valor econômico está ocorrendo. O valor econômico é criado dentro do contexto de uma empresa e o ambiente gerado pelos países pode, através de suas políticas, impedir ou então sustentar e promover esse processo.

A posse de uma empresa não deve ser vista como um problema nesse ponto de destaque. Uma empresa pode ser de propriedade parcial ou total do Estado, e mesmo assim ainda continuar executando a sua função na criação de valor econômico.

Numa economia de mercado, a posse das empresas está no setor privado e a diferença entre a função do Estado e das empresas é bastante clara. De qualquer forma, mesmo num sistema comunista onde todas as empresas pertencem direta ou indiretamente ao Estado, as empresas continuam sendo a única fonte de criação de valor econômico. Mesmo sendo estatais, as empresas desempenham a mesma função econômica das empresas numa economia de mercado. Dessa forma, a diferença encontra-se no grau de eficiência das empresas em ambos os sistemas, e não no ramo de atividades em que elas estejam desempenhando os seus negócios.

Existem algumas regras básicas (*IMD*, 2004) para que os países se tornem ou se mantenham competitivos:

1. Criar um ambiente legislativo que seja prático, previsível e estável.
2. Trabalhar numa estrutura econômica flexível.
3. Investir em infraestrutura tradicional e tecnológica.
4. Promover a poupança privada e incentivar investimentos internos.
5. Desenvolver a agressividade nos mercados internacionais, assim como a atratividade para investimentos diretos estrangeiros.
6. Concentrar-se na qualidade, rapidez e transparência de governo e administração.
7. Manter uma boa relação entre os níveis salariais, produtividade e cobrança de impostos.
8. Preservar a estrutura social diminuindo as diferenças salariais.
9. Investir maciçamente em educação, especialmente no nível secundário, e em treinamento de longo prazo para a força de trabalho.
10. Buscar o equilíbrio entre as economias vizinhas e globais para assegurar a criação de riqueza, enquanto preserva o sistema de valores que as pessoas necessitam.

O modelo das cinco forças competitivas destina-se a explicar os condicionantes da rentabilidade do capital investido em uma indústria (Porter, 1980). Através desse modelo, para que uma indústria tenha um potencial de rentabilidade de longo prazo superior ao potencial médio de outras indústrias, é

necessário que as cinco forças presentes nessa indústria – entrantes potenciais, produtos substitutos, fornecedores, concorrentes e compradores – sejam favoráveis e equilibradas. As cinco forças funcionariam como variáveis que influenciariam os preços, custos e os níveis de investimento, ou seja, os elementos do retorno sobre o capital investido.

Uma outra linha de pesquisa destaca que as empresas são um conjunto de recursos e que sendo corretamente explorados, permitem que as oportunidades sejam mais bem aproveitadas e que as ameaças do meio ambiente sejam neutralizadas, alcançando-se um desempenho superior aos dos competidores Wernerfelt (1984).

Para que os recursos alcancem performance competitiva superior à da concorrência, é necessário priorizar os ativos e habilidades que sejam a base da vantagem competitiva sustentável. Para que sejam caracterizados como fonte de vantagem competitiva, estes recursos devem atender a quatro condições principais: serem valiosos, raros, de difícil imitação e seu emprego ser suportado pela organização. Desta forma, as empresas deveriam desenvolver e manter seus recursos mais importantes, selecionando as estratégias que maximizassem o retorno destes recursos, neutralizando os ativos e habilidades de seus concorrentes.

Conforme foi pregado por Porter (1990) em seu livro sobre a vantagem competitiva das nações, atualmente na economia global, a prosperidade é uma escolha da nação. A competitividade não está mais limitada aos países que possuem uma herança histórica favorável. As nações optam pela prosperidade no momento em que organizam as suas políticas, leis e instituições com base na produtividade. A prosperidade é escolhida, quando as nações mantêm atualizadas as habilidades de seus cidadãos e investem em infraestrutura especializada que permita a eficiência do comércio.

As nações escolhem a pobreza, ou limitam sua riqueza, quando permitem que suas políticas provoquem a degradação da produtividade das empresas, quando as habilidades são reservadas somente para um seleto grupo de indivíduos e quando o sucesso dos negócios depende de relações familiares ou de concessões governamentais, e não da produtividade. Situações de guerras ou de ineficiência de governo podem retardar o desenvolvimento da prosperidade.