

1

O Problema

1.1

Introdução

Em um mundo cada vez mais globalizado, a localização de uma empresa é determinante para maximizar o seu valor? Existe alguma diferença entre o conjunto de variáveis de ambiente que influenciam o valor da empresa entre países emergentes e desenvolvidos? Questões como estas cada vez mais intrigam administradores, acadêmicos e governos. Encontrar respostas para tais questões é fundamental para a construção de políticas e estratégias que sejam bem sucedidas.

A determinação do valor de uma empresa tem sido um dos temas mais explorados nos últimos anos na área financeira. Para responder as questões referentes a este assunto torna-se fundamental uma análise criteriosa das variáveis internas as organizações, e também uma apreciação cuidadosa do ambiente temporal no qual as organizações desempenham suas atividades.

O cenário mundial globalizado, altamente dinâmico e competitivo, sinaliza que as organizações, de um modo geral, doravante enfrentarão desafios a sua sobrevivência. Tais desafios podem ser resumidos em um ininterrupto e profundo processo de mudança, tanto interno quanto externo. Portanto, a busca pelo valor da empresa torna-se um exercício dinâmico na medida que o ambiente e a empresa são vistos como um sistema em transformação.

Nas últimas décadas diversos estudos contribuíram para o desenvolvimento de uma vasta gama de modelos matemáticos para avaliação de empresas. Notadamente, os modelos se fundamentam na análise da combinação de fatores internos a empresa e na observação dos efeitos. Tais efeitos são medidos através dos valores dos índices contábeis tradicionais, como por exemplo: margens de lucro, relação entre o capital próprio e o capital de terceiros, índices de cobertura de juros entre outros.

É neste ambiente, propício a busca pela determinação das variáveis internas relacionadas ao valor da empresa, que surgem trabalhos como o de William Sharpe (1964) e John Lintner (1965) que separadamente desenvolveram uma mesma teoria conhecida como Modelo de Precificação de Ativos Financeiros, ou pela sigla em inglês *CAPM* (*Capital Assets Pricing Model*). Surgem também trabalhos com base nas proposições de Sharpe (1964) e Lintner (1965) para calcular o valor de uma empresa, desta vez baseado em uma previsão do fluxo de caixa trazendo também o novo conceito sobre o custo médio ponderado de capital. A esta altura, a base dos modelos de avaliação já estava bem sedimentada. Assim, chegar a um valor para uma determinada empresa deixou de ser um problema.

Porém havia a percepção da necessidade de se identificar quais as determinantes que influenciavam o valor procurado, pois consistentemente os resultados dos modelos se apresentavam sensíveis ao ambiente.

Fundamentalmente com base nos princípios dos estudos citados, alguns modelos de avaliação mais genéricos surgem como uma forma eficiente de quantificar o valor da empresa. Com base nos conceitos apresentados durante o curso de mestrado cabe indagar que o valor da empresa é fruto da combinação das variáveis internas com o ambiente competitivo. Assim, se chega a conclusão de que uma combinação eficiente de ativos e processos alinhada com as condições de mercado é necessária para a apreciação do valor da empresa. Surge então um novo campo para estudo; seria este mais tarde tratado com a análise do ambiente competitivo.

Com o desenvolvimento na década de oitenta do Modelo das Cinco Forças do professor Michael Porter (1980) em seu trabalho sobre vantagem competitiva, o mundo acadêmico encontrou uma base robusta para buscar a explicação sobre os fatores que condicionam a rentabilidade de uma indústria. Basicamente havia se chegado a um modelo teórico poderoso para explicar as diferenças entre a rentabilidade das indústrias, combinando fatores externos, de mercado, com fatores internos as empresas. Conseqüentemente havia se chegado também a uma relação, ainda não matemática, entre valor e ambiente.

O Modelo proposto por Porter (1980) ainda hoje é a principal ferramenta, amplamente utilizada, na análise da atratividade para determinada indústria. No entanto surge a necessidade de uma ligação entre o modelo de análise de atratividade do ambiente e os modelos de avaliação de empresa, a fim de capturar

as determinantes que tem influência no processo de determinação do valor da empresa. Nasce então uma outra linha de pesquisa que busca associar o sucesso das empresas ao ambiente competitivo mais geral, incluindo forças sociais, políticas e econômicas. É com base nesta nova linha de pesquisa que este trabalho se apóia para buscar responder a uma questão chave sobre a determinação do valor das empresas.

Para poder identificar e caracterizar os diferentes ambientes será utilizado um banco de dados como fonte de informações sobre o conjunto de variáveis do ambiente competitivo, observadas em diversos países, que serão objetos de análise. Assim o trabalho será suportado por uma fonte de dados provida pelo *International Institute for Management Development (IMD)*, uma instituição acadêmica internacional sediada na Suíça e reconhecida como um centro de excelência em finanças.

Para que a relação entre o ambiente e valor da empresa seja completada serão utilizados os dados relacionados aos valores das empresas de capital aberto, oriundos da base de dados do *Morgan Stanley Capital Índices (MSCI)*. Desta forma, com base nos dois conjuntos de dados poderá ser estruturada uma análise empírica sobre a relação do ambiente e o valor da empresa a fim de responder a seguinte proposição:

A localização tem influência na determinação do valor das empresas?

Todavia cabe ressaltar que este trabalho não se propõe a apresentar um modelo de avaliação baseado em variáveis de ambiente. Porém a sua proposição é explorar a relação entre o valor da empresa e um conjunto de variáveis em ambientes distintos para responder a proposição acima.

1.2

Objetivos

O objetivo final deste trabalho é identificar se há alguma influência da localização das empresas, na determinação do seu valor. Para alcançar este objetivo buscar-se-á identificar um conjunto de variáveis sociais, econômicas e políticas, que caracterizem os diferentes ambientes. A partir deste conjunto de

variáveis, será identificada a relação entre elas e o valor da empresa em cada ambiente ou conjunto de países.

A fonte de informações para as variáveis que caracterizarão cada ambiente será a base de dados provida pelo *IMD*, na qual estão consolidadas informações sobre mais de 300 variáveis coletadas em 44 países, entre os anos de 1995 e 2003. Para complementar a relação entre ambiente e valor da empresa será usada a base nos dados do *MSCI*, a qual fornece uma variável *proxy* representativa do valor das empresas de capital aberto nos mesmos 44 países. Em seguida com base nas técnicas de análise multivariada será efetuada uma análise dos dados para identificar a relação entre o ambiente e o valor das empresas. Fundamentado nos resultados obtidos buscar-se-á responder a questão motivadora deste trabalho relativa a influência da localização na determinação do valor da empresa.

Todavia para que o objetivo final seja alcançado será necessário preencher algumas lacunas, para tanto será fundamental atingir alguns objetivos intermediários. Este processo é crucial para abrir o caminho na direção dos resultados que irão apoiar as conclusões finais deste trabalho.

Os objetivos intermediários deste trabalho são:

- Caracterizar e delimitar no tempo a base de dados referente aos 44 países que formam a amostra dos ambientes a serem estudados, identificando o conjunto de anos que farão parte da análise;
- Identificar as variáveis critério que farão parte do estudo. Estes conjuntos de variáveis será a principal fonte para a caracterização de cada um dos 44 países, visto neste trabalho como ambientes competitivos;
- Desenvolver uma metodologia para consolidar as 323 variáveis critério em sub-grupos chamados de sub-fatores de ambiente. Conseqüentemente, relacionar cada um dos 44 países aos sub-fatores de ambiente, para cada um dos anos durante o período de tempo determinado;

- Identificar um índice que represente o valor da empresa em cada um dos 44 países;
- Aplicar os testes das premissas para utilização das técnicas de análise multivariada a cada uma das variáveis consolidadas que representarão o ambiente e também para a variável que será referenciada com o valor das empresas;
- Aplicar a metodologia estatística de análise multivariada para identificar se existe uma relação entre as variáveis de ambiente e o valor das empresas;
- Verificar se existe significância estatística dos resultados;

1.3

Relevância do Estudo

Compreender os fatores de ambiente que influenciam o valor das empresas certamente propiciará um planejamento mais eficiente, assim como a preparação de políticas públicas e privadas mais voltadas para o desenvolvimento das empresas e dos mercados. Desta forma, o tema é de fundamental importância na busca de respostas para questões referentes a correlação entre o ambiente e o sucesso das empresas, onde o sucesso pode ser representado como valores maiores atribuídos a elas.

O estudo de identificação das variáveis de ambiente é determinante para o desenvolvimento das nações e tem sido uma das principais fontes de trabalho no teatro acadêmico do mundo moderno (Silva, 2004). Com base em estudos nas mais diversas especialidades, profissionais de mercado, cientistas e estudantes buscam relacionar variáveis ambientais que expliquem, de forma direta, as diferenças observadas entre as nações quanto ao seu grau de desenvolvimento econômico e social. Cabe então uma breve referência a alguns trabalhos que motivaram o estudo do ambiente e a busca da relação entre este e o valor da empresa.

Grande parte dos trabalhos sobre o tema remetem como referência a uma das primeiras produções sobre competitividade: a obra do economista clássico Adam Smith (1723-1790) “*An inquiry into the nature and cause of the wealth of the nations*” (1776) , que identificou os quatro principais fatores de produção, e conseqüentemente geradores de riqueza. Assim surge o primeiro indicio de relação entre ambiente e valor da empresa, caracterizado por Smith (1723-1790) como o aumento da riqueza.

Mais tarde o conceito de Smith (1723-1790) foi ampliado por David Ricardo (1817), pelo qual os países deveriam alocar recursos nas indústrias que fossem relativamente mais produtivas. Desta maneira, a especialização dos países permitiria a obtenção de vantagens. O que no extremo levaria a um valor de empresa maior.

Marx (1867), de certa forma, também destacou a importância do ambiente mais geral para o desenvolvimento econômico. Todavia o foco da análise de Marx foi a influência de fatores sócios-políticos e do capital. Sem dúvida, como pano de fundo mais uma vez estava traçada uma relação entre ambiente – sócio, político e econômico – com valor da empresa, ou melhor capital.

Estudos mais abrangentes na primeira metade do século XX como o de Max Weber (1905), buscaram uma relação, até então menos evidente, entre o desempenho econômico e valores sociais, religião e cultura. Posteriormente autores como Schumpeter (1942) apresentam trabalhos sobre o papel do empreendedorismo, da inovação e do avanço tecnológico como um fator de competitividade. Novamente a relação entre ambiente e valor pode ser notada como algo real em cada um destes trabalhos, nos quais valor é caracterizado por competitividade.

Recentemente, surge o conceito de administração como um fator de competitividade. Esta relação foi explorada por autores como Sloan (1963), que ampliou o conceito de delegação de autoridade, o que atualmente conhecemos como *empowerment*, também a importância da estrutura corporativa e dos estilos gerenciais nas organizações industriais. Tudo isto visto e tratado como fonte para geração de valor. Destaca-se também a importância do trabalhador, do conhecimento, que foi inicialmente explorada por Drucker (1969). Este trabalho ampliou o conceito para diversas áreas das organizações capitalistas, destacando os novos papéis e responsabilidades gerenciais na economia. No entanto, a

primeira vista, podem ser tidos como voltados apenas para os fatores internos a organização, o que não é verdade na medida que relacionam tais fatores internos com o ambiente em mudança.

Em todos os trabalhos citados pode se perceber, de formas diferentes, a relação existente entre empresa, ou organização, e ambiente. Em alguns esta relação é claramente apresentada, em outros é fácil traçar um paralelo, seja a relação representada pela competitividade, emprego do capital ou valor da empresa.

Sem dúvida para compreender os fatores que permitem impulsionar o crescimento das nações é fundamental o desenvolvimento de políticas sustentáveis de planejamento. É justamente com o objetivo de explorar o tema e responder as questões referentes as variáveis ambientais que determinam as diferenças entre o sucesso econômico das nações que este trabalho busca a sua fonte de motivação. Assim, com o desenvolvimento da análise da relação entre o valor das empresas e as variáveis de ambiente, será construída a base para identificar se, existem ou não, diferenças na influência do ambiente na determinação do valor.

A relevância deste trabalho surge da própria necessidade de entender melhor as diferentes formas que o ambiente exerce sua influência, não somente na definição da estratégia corporativa, mas também no valor percebido pelos investidores e atribuídos as empresa. Torna-se fundamental para responder a questões como por exemplo, saber se o investimento em infra-estrutura básica é importante para a determinação do valor das empresas em países como Brasil da mesma forma que é nos Estados Unidos.

Por último, cabe destacar a importância de chegar a um caminho que conduza a resposta para a questão principal deste trabalho, quanto a influência da localização na determinação do valor da empresa. Esta poderá ser a chave, não somente para a confecção de novas estratégias corporativas, mas também para o desenvolvimento de políticas governamentais que busquem melhorar a relação entre ambiente e valor das empresas em cada país. Assim conseqüentemente aumentar a competitividade do país e melhorar a qualidade de vida de seus habitantes.

1.4

Delimitação do Estudo

O presente estudo busca identificar se existe alguma influência da localização na determinação do valor da empresa. Para alcançar este objetivo o estudo usará como base de dados os relatórios emitidos anualmente pelo *International Institute for Management Development (IMD)* sobre a competitividade das nações. Neles são apresentados dados referentes a 323 variáveis critério que caracterizam fatores ambientais em 44 países anualmente divididos, durante o período entre 1995 e 2003.

O estudo esta delimitado quanto aos aspectos temporal, espacial e teórico, tendo como base a pesquisa originalmente feita por Silva (2004).

Quanto ao aspecto temporal foi considerado o intervalo entre os anos de 1995 e 2003 como referência na coleta de dados para pesquisa, o que significa que os resultados e conclusões advindas pelo presente estudo serão relativos a este período.

Quanto ao aspecto espacial - a distribuição geográfica - somente serão consideradas as variáveis de ambiente dos 44 países apresentados nos relatórios anuais do *IMD*.

Quanto aos aspectos teóricos, este estudo se fundamenta na base de dados do *Morgan Stanley Capital Índices (MSCI)* para determinação do valor das empresas em cada um dos ambientes a serem analisados. Para determinação destes valores o *MSCI* se utiliza das técnicas de análise fundamentalista, as quais são fortemente influenciadas pela expectativa futura de geração de lucro. Assim como a base de variáveis de ambiente provém do relatório do *IMD*, o qual se refere basicamente a dados históricos, notadamente há uma diferença obvia entre horizontes de tempo diferentes, sendo o *MSCI* influenciado por expectativa de dados futuros e o *IMD* fundamentado em dados passados.

Uma outra limitação teórica é a diferença entre o número de empresas consideradas nos diferentes ambientes. Pode se notar que em países emergentes o número de empresas de capital aberto, consideradas pelo *MSCI*, é bem menor do que em países desenvolvidos.

Algumas variáveis poderão não atender a todas as premissas para utilização das técnicas de análise multivariada. Porém, testes estatísticos serão feitos e apresentados a fim de identificar a significância estatística dos resultados.

O estudo não pretende esgotar a análise dos fatores de ambiente ou também propor um modelo alternativo para avaliação de empresas. No entanto será feita uma exploração da produção acadêmica recente sobre o tema proposto a fim de fundamentar a análise e buscar identificar potenciais variáveis de ambiente que possam influenciar na determinação do valor da empresa. Também será feita uma breve apresentação das teorias financeiras que sustentam a determinação do valor da empresa extraído da base de dados do *MSCI* e também das técnicas de análise multivariada que irão suportar os ensaios estatísticos baseados nos dados do *IMD*.