

5

Conclusão

Os resultados extraídos das regressões feitas nos dois conjuntos de países levam a uma primeira conclusão sobre a influência das variáveis de ambiente na determinação do valor da empresa. No entanto, cabe uma reflexão sobre as limitações deste estudo e uma análise mais detalhada dos resultados apresentados.

A primeira limitação refere-se a própria construção dos modelos de análise. Foram propostos dois conjuntos de países a fim de caracterizar ambientes diferentes. No entanto, os sub-fatores ou variáveis independente influenciam diferentemente cada um dos países que formam os dois conjuntos. De uma maneira geral o que se percebe é a resultante das influências combinadas dos 20 sub-fatores nos 22 países de cada conjunto. Este fato não compromete os resultados, visto que caracteriza de forma única cada um dos dois ambientes.

A segunda limitação importante é a não aderência total das variáveis as premissas fundamentais para a análise multivariada. Os testes mostraram que nem todas as condições foram atendidas por todos os 20 sub-fatores e também pela variável dependente. Todavia algumas transformações foram propostas o que atenuou a não aderência as premissas. Cabe porém destacar que as diferenças das relações, entre o ambiente e o valor da empresa foram testadas e se apresentaram significância estatística, assim como os coeficientes das variáveis destacadas para cada um dos conjuntos.

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 refletem 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 todo a base de dados, o que certamente é determinante na análise dos resultados.

Por último cabe também destacar a diferença entre o número de empresas consideradas em cada país na determinação do índice apresentado pelo *MSCI*. O que foi observado é que em países emergentes o número de empresas de capital aberto é menor do que em países desenvolvidos. Tal fato também é uma limitante uma vez que torna este índice menos volátil em países desenvolvidos.

Feitas as devidas considerações quanto as principais limitações da análise cabe tecer alguns comentários sobre os resultados encontrados a fim de responder a questão fundamental deste trabalho.

Recapitulando o procedimento adotado: foram analisados dois conjuntos de países. Tais conjuntos formam hipoteticamente ambientes distintos. A partir daí foram realizadas regressões a fim de identificar a relação entre o ambiente e a determinação do valor da empresa.

O primeiro conjunto de dados foi formado apenas por países emergentes e mostrou que o valor das empresas se relaciona significativamente com as seguintes variáveis: Investimento Internacional, Legislação de Negócios, Mercado de Trabalho e Economia Doméstica. Cabe então analisar cada uma destas variáveis a fim de entender a relação proposta.

Com base nos critérios listados no Anexo I que compõe a variável Economia Doméstica pode se observar a importância das variáveis macroeconômicas como: a dimensão da economia (PIB), dos gastos com consumo, da formação bruta de capital e poupança interna; na formação do valor da empresa em países emergentes. Assim, as empresas e investidores em ambientes emergentes são favorecidos quando tais variáveis são incluídas na estratégia corporativa e governamental.

A segunda variável que apresentou uma relação direta com o valor da empresa em ambientes de países emergentes foi a variável Legislação de Negócios. Esta se mostrou relacionada positiva e significativamente com o valor das empresas o que confirma a importância das variáveis critério que minimizam as incertezas dos investidores. Em resumo, o significado deste resultado leva a conclusão de que em países emergentes é fundamental ter uma ambiente onde a regras estão claras bem definidas e serão cumpridas.

Ainda analisando a relação para o conjunto de países emergentes cabe destacar as duas últimas variáveis que apresentaram influência significativa na determinação do valor da empresa. Contrariamente ao esperado, a variável:

Investimento Internacional apresentou uma relação inversa com o valor das empresas. Embora em uma primeira análise esta variável induza a uma relação direta com o valor das empresas, quando detalhamos os critérios que a compõe alguns elementos podem indicar o porque da relação inversa, são estes: a liberdade de fluxos financeiros e o ingresso de investimentos estrangeiros. Isto é facilmente observado em momentos de crise, quando se observa existe uma fuga de capital especulativo para países desenvolvidos trazendo um maior volatilidade nos mercados emergentes. Assim quando maior o nível de investimento especulativo maior a vulnerabilidade as adversidades no mercado global e portanto menor o valor da empresa.

A outra variável com relação inversa refere-se ao Mercado de Trabalho. Esta pode ser analisada de uma forma direta na medida que os critérios que a compõe referem-se basicamente ao nível de emprego e percentual da população disponível para o trabalho. Assim quanto maior o nível de ocupação, maior a competitividade pela mão de obra, maiores os custos e conseqüentemente menores os valores das empresas.

Basicamente a relação proposta para os países emergentes é sustentada pelas quatro variáveis acima discutidas. Tais variáveis caracterizam este ambiente e podem ajudar aos vetores econômicos a traçarem estratégias para aumentar o valor das empresas. No entanto, para responder a questão inicial deste trabalho cabe analisar a relação entre valor da empresa e ambiente para o outro grupo formado por países desenvolvidos.

O segundo conjunto de dados foi formado apenas por países desenvolvidos e mostrou que o valor das empresas se relaciona significativamente com as seguintes variáveis: Práticas Gerenciais, Estrutura Institucional e Infra-estrutura Científica.

A variável Práticas Gerenciais mostrou-se relacionada positivamente e significativamente com o valor das empresas. Este resultado corrobora a preocupação das empresas em manter suas decisões alinhadas com as boas práticas aceitas socialmente, algo que esta bastante relacionado a valores sociais e aspectos culturais. Isto confirma a importância de variáveis critério que estão associadas a adaptabilidade, preocupações éticas e sociais nos negócios e orientação para os clientes. Pode-se observar que combinação destes fatores leva a

valores maiores em países desenvolvidos algo que, a princípio, não é percebido em países emergentes.

A outra variável que apresenta relação direta com o valor da empresa em países desenvolvidos é a variável Infra-estrutura Científica. Esta relação direta já era esperada uma vez que grande parte da produção científica esta concentrada em países desenvolvidos. Quando avaliamos mais detalhadamente os critério que compõe esta variável pode se identificar fatores que são fundamentais para apreciação do valor da empresa, tais como: gastos e pessoal empregado em P&D, quantidade de artigos científicos, de prêmios Nobel e patentes, entre outros. Todos este fatores combinados levam aos resultados que estão relacionados a inovação das técnicas produtivas, de produtos e processos o que explica a importância e a relação deste fator na determinação do valor. Novamente quando comparado a relação em países emergentes esta variável perde importância uma vez que o desenvolvimento científico é visto de forma secundária neste ambiente.

Por último a variável que apresentou influência na determinação do valor da empresa em países desenvolvidos foi a variável Estrutura Institucional. Contrariamente ao que era esperado foi observada uma relação negativa entre esta variável e o valor da empresa. Em uma primeira análise a conclusão seria a de que em Estados com uma maior intervenção das suas instituições no mercado levaria a um valor menor de empresa. Por exemplo um maior influência do Banco Central no mercado seria fonte de depreciação de valor. No entanto para uma analogia completa desta relação uma pesquisa mais aprofundada seria fundamental.

A análise dos resultados apresentados foi comentada até esta ponto com o objetivo de fundamentar a conclusão final deste trabalho. Basicamente o que foi observado através das relações propostas é que existe uma influência significativa do ambiente no valor das empresa e portanto a localização tem influência na determinação do valor da empresa. Tal afirmativa é comprovada através dos resultados observados das relações entre ambiente e valor para os dois conjunto distintos propostos nesta dissertação.

Com base nos estudos prévios que foram citados nesta dissertação, diversos trabalhos relacionam o ambiente e valor da empresa. Alguns traçam uma relação direta entre estes dois pilares, outros buscam avaliar as variáveis que influenciam as técnicas fundamentalistas de avaliação. Porém torna-se evidente a

importância de considerar a influência de aspectos sociais, culturais, governamentais e econômicos em um processo de determinação de valor.

Apesar das limitações metodológicas os resultados aqui apresentados permitem especular sobre a relação entre ambiente e valor. Por exemplo os resultados obtidos com a variável: Legislação de Negócios, que apresentou um relacionamento significativo com o valor das empresas localizadas em países emergentes, abre todo um campo de investigação que poderia associar elementos o Sistema Judiciário, Estrutura das Leis, Controle da Concorrência entre outros.

De uma forma mais generalizada o trabalho mostrou onde estão as áreas para investimentos que possuem maiores potenciais de retorno em termos de criação de riqueza pelas empresas em países desenvolvidos e emergentes. Tais informações são importantes na construção de uma estratégia para desenvolvimento individualizada para cada região.

Foi aberto também um caminho para novas pesquisas que podem utilizar outras bases de dados para avaliar a relação entre ambiente e valor da empresa de uma forma mais generalizada. Inclusive segmentando ainda mais os conjuntos de países e se aprofundando nas relações entre ambiente e valor para subgrupos de emergentes e desenvolvido.