

## ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA LOCALIZAÇÃO DA EMPRESA NA DETERMINAÇÃO DE SEU VALOR E DE SEU CUSTO DE CAPITAL\*\*

**Aluno: Arthur Coutinho dos Santos**

**Orientador: Luis Felipe Motta**

### 1- Resumo

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.

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.

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?

Uma 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.

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.

### 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

---

\*\* O projeto realizado pelo bolsista PIBIC envolveu o tratamento de dados, preparação de banco de dados e assistência a mestrados do Departamento de Administração na preparação de duas dissertações, já defendidas - Atílio Gonçalves (2006) e Vinicius Dias (2006). Este trabalho apresenta um resumo da dissertação do mestrando Atílio Gonçalves.

total de mais de 323 variáveis, que podem ser qualitativas e quantitativas, para uma amostra de 44 países.

### **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.

### **4 - Universo e Amostra**

O universo de informações utilizadas para a pesquisa está baseado nos Anuários Estatísticos de Competitividade do *IMD*. Tal documento é considerado o estudo mais renomado sobre a competitividade mundial. Cada anuário avalia e ordena através de um ranking como o ambiente proporcionado pelos países sustenta a competitividade de suas empresas. O Anuário Estatístico sobre a Competitividade, produzido pelo *IMD*, é reconhecido como o mais completo e detalhado relatório sobre a competitividade mundial. É publicado sem interrupção desde 1989 e é considerado como a primeira fonte de acesso à competitividade entre os países, fornecendo *benchmarking* e tendências objetivas, assim como uma ampla fonte de referência para os mundos acadêmico e profissional.

A base de dados abrange mais de 300 critérios de competitividade que foram selecionados através de uma extensa pesquisa, que utilizou fontes da literatura econômica, órgãos de pesquisa nacionais e internacionais, e informações provenientes do mundo corporativo, das agências governamentais e de professores e pesquisadores. Os critérios são revisados e atualizado de forma regular sempre que novas teorias, pesquisas e dados tornam-se disponíveis. A amostra do estudo contemplará os dados contidos nos anos de 1995 até 2004. Em razão de ter ocorrido um aumento do número de países referenciados no decorrer dos anos publicados, não incluiremos todos os países relacionados no Anuário Estatístico de 2004. Foi necessária uma seleção de todos os países que já tinham sido relacionados em todos os anos da amostra.

### **5 - Metodologia de Classificação dos Dados pelo *IMD***

O trabalho do *WCY* é feito com base em informações fornecidas por mais de 50 países, todos *players* chaves no mercado global. Os países relacionados nos anuários são escolhidos por causa de seu impacto na economia mundial e em razão da disponibilidade de dados estatísticos em padrões comparáveis. A metodologia adotada para a confecção do *WCY* separa o ambiente mundial em quatro fatores principais de competitividade: *Desempenho Econômico*, *Eficiência do Governo*, *Ambiente de Negócio* e *Infra-estrutura*.

O fator consolidador do *Desempenho Econômico* dos países busca uma avaliação macro-econômica da economia doméstica. A prosperidade atual de um país é refletida pelo seu passado histórico de desempenho econômico. A influência das forças de mercado sobre a competição, melhora a performance econômica de um país, da mesma forma que o sucesso no mercado internacional é resultante das empresas existentes dentro deles. A *Eficiência do Governo* é o fator que consolida as análises realizadas sobre as políticas de governo e de que forma as mesmas influenciam e conduzem à competitividade. A intervenção do Estado nos

negócios deve ser minimizada de forma a promover um ambiente competitivo para as empresas. Além disso, o governo deve ser flexível ao adaptar suas políticas econômicas às mudanças no ambiente internacional, e também fornecer uma estrutura social que promova integridade, igualdade e justiça, assegurando o bem-estar da população.

O *Ambiente de Negócio* é o fator que ilustra com as empresas estão agindo para atuarem de forma inovadora, lucrativa e responsável socialmente, de forma a aumentarem a sua competitividade e assim promover o desenvolvimento da competitividade dos países onde as mesmas estão localizadas. Dentro de um ambiente globalizado, a competitividade de um país deve ser suportada por um setor financeiro que seja desenvolvido e integrado internacionalmente.

O fator que relaciona as características de *Infra-estrutura* dos países mostra em que nível as necessidades das empresas estão sendo atendidas no que diz respeito à infra-estrutura básica, tecnológica, científica e de recursos humanos. Uma infra-estrutura bem desenvolvida inclui sistemas de negócios, tecnologia de informação e proteção ambiental eficientes. A vantagem competitiva de um país pode ser construída com base nas aplicações tecnológicas existentes, de forma inovadora.

O investimento em pesquisas básicas e na criação de novos conhecimentos é um ponto crucial na busca de um patamar mais elevado do desenvolvimento econômico de um país. Investimentos de longo prazo em pesquisa e desenvolvimento também são fatores decisivos para competitividade das empresas. Cada um dos quatro fatores acima é dividido em cinco sub-fatores, completando um total de 20 sub-fatores. Dentro de cada uma dos sub-fatores foram agrupados inúmeros critérios de competitividade, que perfazem mais de 300 variáveis a serem analisadas. Os critérios podem ser divididos em dados quantitativos ou qualitativos.

- **Desempenho Econômico:** Economia Doméstica (33 critérios), Comércio Internacional (20 critérios), Investimentos Internacionais (17 critérios), Emprego (9 critérios) e Preços (4 critérios).
- **Eficiência do Governo:** Finanças Públicas (11 critérios), Políticas Fiscais (14 critérios), Estruturas Institucionais (17 critérios), Legislação de Negócios (22 critérios) e Estruturas Sociais (13 critérios).
- **Ambiente de Negócio:** Produtividade (11 critérios), Mercado de Trabalho (20 critérios), Finanças (22 critérios), Práticas Gerenciais (10 critérios) e Atitudes e Valores (06 critérios).
- **Infra-estrutura:** Infra-estrutura Básica (24 critérios), Infra-estrutura Tecnológica (18 critérios), Infra-estrutura Científica (22 critérios), Saúde e Meio-Ambiente (17 critérios) e Educação (13 critérios).

A base dos dados quantitativos é referenciada no *WCY* como “*Hard Data*” e inclui 129 critérios usados para determinar o *ranking* de competitividade e 82 critérios apresentados como informação adicional, mas que não são usados no cálculo dos *rankings*. Os 129 critérios representam um peso de aproximadamente dois terços no *ranking* total. Os dados qualitativos, que representam 112 critérios, são extraídos de uma pesquisa anual com executivos de empresas, e são referenciados no *WCY* como “*Survey Data*”. Os questionários são enviados aos principais executivos da comunidade corporativa de cada país. A distribuição respeita a divisão da indústria por setores: primária, manufatura e serviços, e com o objetivo de ser estatisticamente representativa, as amostras são selecionadas em tamanhos proporcionais ao Produto Interno Bruto de cada economia. Os responsáveis pelas respostas do exame são executivos expatriados ou nativos, que atuam em empresas locais e estrangeiras. As perguntas

realizadas na consulta são incluídas no anuário como critérios individuais e são utilizadas no cálculo do *ranking*, representando um peso de aproximadamente um terço.

## 6 - Metodologia para o Processamento dos Dados

Na maioria de casos, o valor mais elevado de um critério é melhor para a posição de competitividade de um país. Usando como exemplo o Produto Interno Bruto, temos que a economia que tiver o maior valor será relacionada como a primeira no *ranking*, enquanto que a economia com o menor valor será relacionada como a última. Entretanto, com alguns critérios, o valor mais baixo é o mais competitivo. Como exemplo, citamos a Inflação dos Preços ao Consumidor. Nestes casos, um *ranking* reverso é utilizado: a economia com o valor mais elevado será a última, enquanto a que tiver o menor valor será a primeira.

São 323 critérios de competitividade, dos quais 241 são usados para calcular os *rankings*. O desempenho de cada economia é avaliado para cada critério usando o Método do Desvio Padrão. Primeiramente, para cada critério, é computado o valor médio de toda população (os 44 países). Em seguida, é calculado seu desvio padrão. Em seguida, é computado o Valor Padrão (VP) de cada uma das 44 economias. Esse Valor Padrão é calculado subtraindo-se o valor médio das 44 economias, do valor original de cada economia, e então o resultado é dividido pelo desvio padrão.

Baseado nos resultados acima, as economias são ordenadas nos *rankings* para cada um dos 241 critérios. Conforme citado anteriormente, um Valor Padrão pode refletir tanto uma performance boa, quanto uma performance ruim. Este ponto vai variar de acordo com o contexto em que o critério esteja inserido. Para a realização das regressões e testes estatísticos, utilizaremos o *ranking* dos 20 sub-fatores, para buscarmos uma possível relação dessas variáveis com o custo de capital. Os *rankings* serão determinados calculando a média ponderada dos Valores Padrões dos critérios, conforme a metodologia do *IMD*, que atribui pesos distintos para os dados qualitativos e quantitativos. Quando o dado de uma determinada economia não está disponível, essa ausência de informação é substituída por um Valor Padrão igual a zero.

A média ponderada calculada para os sub-fatores nos permite fixar o peso de cada um dos 20 sub-fatores, independentemente do número de critérios que cada um contenha. Assim, para o cálculo do *ranking* dos quatro fatores é utilizado um peso único de 5% para cada um dos sub-fatores. No entanto, o cálculo do *ranking* de fatores, não é objeto do nosso estudo e não será tratado nessa pesquisa. Nos atentaremos apenas ao cálculo dos *rankings* de sub-fatores.

## 7 - Métodos Estatísticos para Análise dos Dados

Devido à natureza quantitativa dos dados coletados a partir dos documentos do *IMD*, estes serão tabulados em planilhas eletrônicas e serão processados com o auxílio do programa estatístico SPSS, que nos permitirá a realização de regressões lineares multivariadas e testes estatísticos que servirão de premissas para que possamos validar os resultados das regressões.

O modelo se propõe a buscar uma relação entre o custo de capital disponível para as empresas, que na pesquisa constituirá a variável dependente, e os critérios de competitividade relacionados nos anuários estatísticos do *IMD*, caracterizados como variáveis independentes.

Caso utilizássemos como metodologia trabalharmos diretamente todos os 327 critérios de competitividade como variáveis independentes, estaríamos gerando um trabalho extremamente complexo, uma vez que todas as condições precedentes para a realização da análise multivariada deveriam ser analisadas criteriosamente. Com o objetivo de simplificar a análise e contornar o problema de termos que analisar 327 critérios para 44 países, definimos por bem utilizar como variáveis independentes os *rankings* compostos pelos 20 subfatores, cuja metodologia já foi acima.

A variável dependente foi extraída do próprio relatório do *IMD*, uma vez que a mesma represente uma dos 327 critérios. Abaixo relacionamos a variável dependente – o custo de capital disponível para as empresas – e as variáveis independentes, representadas pelos 20 sub-fatores.

**Variável Dependente:** corresponde ao Custo de Capital disponível, que é referenciado pelo *IMD* como um fator de intimidação ou de promoção para o desenvolvimento dos negócios.

**Variáveis Independentes:** correspondem aos 20 sub-fatores.

**1. Economia Doméstica** – reúne informações correspondentes ao PIB, renda per-capita, consumo, poupança, produção por setores da economia etc;

**2. Comércio Internacional** – consolida informações sobre o saldo da balança comercial, saldo em conta corrente, nível de exportação e de importação etc;

**3. Investimento Internacional** – agrupa o fluxo de investimento, os estoques de investimentos no exterior, saldo de investimento, posição líquida nos estoques de investimento e ameaças a realocação da produção, atividade e de serviços etc;

**4. Emprego** – consolida os critérios referentes ao total de emprego, ao percentual da população empregada, ao crescimento de emprego, à taxa de desemprego etc;

**5. Preço** – reúne dados de inflação, custo de vida, aluguel etc;

**6. Finanças Públicas** – consolida informações sobre Superávit e déficit orçamentário do governo, dívida interna, dívida externa, pagamento de juros, reservas etc;

**7. Políticas Fiscais** – total de receita de impostos, alíquotas em geral, contribuição previdenciária etc;

**8. Estruturas Institucionais** – política de juros, Banco Central, custo do capital, política cambial, estrutura do Estado, transparência governamental etc;

**9. Legislação de Negócios** – consolida as informações sobre protecionismo, respeito aos contratos, subsídios, legislação de defesa de concorrência, controle de preços, criação de empresa, leis trabalhistas, regulamentação do mercado de capitais etc;

**10. Estruturas Sociais** – relaciona dados sobre justiça, coesão social, crimes graves, discriminação, risco de instabilidade política, relação gênero renda etc;

**11. Produtividade** – produtividade e crescimento por setor da economia, produtividade da mão de obra etc;

**12. Mercado de Trabalho** – níveis salariais, relações trabalhistas, conflitos industriais, qualificação da força de trabalho etc;

**13. Finanças** – eficiência dos bancos, acesso a crédito, serviços financeiros, eficiência da bolsa de valores, administração etc;

**14. Práticas Gerenciais** – reúne informações de adaptabilidade, práticas éticas, credibilidade dos gerentes, valores para os acionistas etc;

**15. Atitudes e Valores** – imagem no exterior, cultura nacional, valores da sociedade etc;

**16. Infra-estrutura Básica** – rodovias, ferrovias, qualidade do transporte aéreo, infra-estrutura energética, custo de energia, urbanização etc,

**17. Infra-estrutura Tecnológica** – consolida os dados referentes a investimento em telecomunicações, disponibilidade de linhas telefônicas, custo de telefonia, quantidade de computadores, custo de internet etc;

**18. Infra-estrutura Científica** – reúne gastos com pesquisa e desenvolvimento, pessoal empregado em pesquisa e desenvolvimento, produção acadêmica e científica, pesquisa básica etc;

**19. Saúde e Meio-Ambiente** – gasto total em saúde, acesso aos médicos, desenvolvimento sustentável, infra-estrutura de saúde, expectativa de vida etc;

**20. Educação** – gasto público com educação, analfabetismo, formação universitária, número de engenheiros, número de alunos por professor etc.

Com base nas informações publicadas nos anuários do IMD, criamos um banco de dados único onde relacionamos todas essas variáveis com os 44 países (desenvolvidos e emergentes), ano a ano desde 1995 até 2004. Em posse das informações empregamos as técnicas de análise multivariada de dados para buscar uma relação entre o custo de capital e os 20 sub-fatores que determinam a competitividade mundial.

Outro artifício que também utilizamos sobre os dados da pesquisa, foi a opção de trabalhar com os mesmos transformados para a base do logaritmo natural ou Neperiano. Além disso, no lugar de trabalharmos com os números em base anual, decidimos por trabalhar em cima do ranking de sub-fatores com a variação de um ano para o outro, objetivando a eliminação de casos de variáveis omitidas e vieses que possam prejudicar a análise dos dados. Como modelo de regressão utilizamos o formato de painel, onde alimentamos o SPSS com os valores da variável dependente e das demais variáveis independentes, considerando o intervalo de tempo utilizado na amostra – de 1995 até 2004. Uma única diferenciação que utilizamos na base de dados foi a sugerida pela segmentação dos países, conforme será visto adiante, ao segregarmos os países em dois grupos com estágios de desenvolvimento econômico semelhantes - emergentes e desenvolvidos.

## **8 – Resultados**

Apresentamos abaixo apenas uma parte dos resultados obtidos nas análises de regressão realizadas: os resultados das regressões pelo método stepwise para os dois grupos de países – desenvolvidos e emergentes.

**Tabela 16: Regressão Linear Multivariada para Países Desenvolvidos (Coeficientes).**  
Método *Stepwise*

Modelo	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.	95% Intervalo de Confiança para Beta		Estatísticas de Colinearidade	
	B	Erro Padrão	Beta			Limite Inferior	Limite Superior	Tolerância	VIF
(Constante)	1,2040	0,2180		5,513	0,000	1,635	0,773		
Infraestrutura Básica	0,2720	0,0570	0,330	4,769	0,000	0,159	0,384	0,920	1,087
Preços	0,1560	0,0670	0,164	2,316	0,022	0,023	0,288	0,876	1,142
Finanças Públicas	0,1660	0,0680	0,171	2,429	0,016	0,031	0,300	0,894	1,119
Práticas Gerenciais	0,1600	0,0700	0,160	2,289	0,023	0,297	0,022	0,903	1,108

(a) Variável Dependente: Custo de Capital.

(b) Variáveis Independentes: Economia Doméstica, Comércio Internacional, Investimento Internacional, Emprego, Preços, Finanças Públicas, Política Fiscal, Estrutura Institucional, Legislação de Negócios, Estrutura Social, Produtividade, Mercado de Trabalho, Finanças, Práticas Gerenciais, Atitude e Valores, Infraestrutura Básica, Infraestrutura Tecnológica, Infraestrutura Científica, Saúde e Meio Ambiente, e Educação.

**Tabela 8: Regressão Linear Multivariada para Países Emergentes (Coeficientes).**  
Método *Stepwise*

Modelo	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes Padronizados	t	Sig.	95% Intervalo de Confiança para Beta		Estatísticas de Colinearidade	
	B	Erro Padrão	Beta			Limite Inferior	Limite Superior	Tolerância	VIF
(Constante)	0,9010	0,2410		3,733	0,000	1,377	0,425		
Emprego	0,2290	0,0810	0,202	2,838	0,005	0,070	0,388	0,928	1,077
Educação	0,1540	0,0630	0,171	2,450	0,015	0,278	0,030	0,971	1,030
Infraestrutura Básica	0,1500	0,0630	0,168	2,373	0,019	0,025	0,275	0,943	1,061
Comércio Internacional	0,1700	0,0730	0,162	2,322	0,021	0,026	0,315	0,965	1,036
Investimento Internacional	0,1570	0,0700	0,156	2,240	0,026	0,296	0,019	0,968	1,033

(a) Variável Dependente: Custo de Capital.

(b) Variáveis Independentes: Economia Doméstica, Comércio Internacional, Investimento Internacional, Emprego, Preços, Finanças Públicas, Política Fiscal, Estrutura Institucional, Legislação de Negócios, Estrutura Social, Produtividade, Mercado de Trabalho, Finanças, Práticas Gerenciais, Atitude e Valores, Infraestrutura Básica, Infraestrutura Tecnológica, Infraestrutura Científica, Saúde e Meio Ambiente, e Educação.

## 9- Resumos das Análises para os Conjuntos de Países

Cabe também nesse momento, lembrarmos o principal problema a ser investigado com essa pesquisa: *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?*

No primeiro grupo segregamos vinte e dois países que classificamos como emergentes. O conjunto foi submetido aos testes de validação de premissas para a aplicação da análise multivariada e mesmo com a apresentação de violações por parte de algumas variáveis procedemos com as regressões. Foram realizados dois exercícios de regressão: primeiramente utilizamos todas as vinte variáveis sociais, políticas e econômicas do ambiente competitivo como um todo; e em segundo lugar realizamos um exercício com o método *Stepwise*. Após a geração do segundo modelo verificamos que apenas cinco variáveis possuíam validade estatística – Emprego, Educação, Infra-estrutura Básica, Comércio Internacional e Investimento Internacional.

No segundo grupo segregamos os demais países que classificamos como desenvolvidos (vinte e dois países). Analogamente ao que foi feito com o primeiro grupo, submetemos os mesmos à validação das premissas da análise multivariada e, mesmo com a apresentação de violações por parte de algumas variáveis, procedemos com as regressões.

Novamente, foram realizados dois exercícios de regressão: Primeiramente, utilizamos todas as vinte variáveis sociais, políticas e econômicas do ambiente competitivo como um todo; em segundo lugar realizamos um exercício com o método *Stepwise*.

Um pouco diferente do resultado apresentado para os países emergentes, após a geração do segundo modelo, notamos que quatro variáveis possuem validade estatística, para esse modelo – Infra-estrutura Básica, Preços, Finanças Públicas e Práticas Gerenciais. Nitidamente percebemos a diferença que existe entre as variáveis que influenciam o custo de capital para o grupo de países emergentes e as variáveis que influenciam o custo de capital para o grupo de países desenvolvidos.

## Conclusões

Com base nos resultados originados pelas regressões sobre os dois grupos de países, chegamos a uma primeira conclusão de que certamente existem diferenças entre as variáveis sociais, políticas e econômicas que influenciam o custo de capital disponível para uma empresa, em diferentes países. Entretanto, devemos aqui ressaltar uma 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 sub-fator “Estrutura Institucional”, que compõe o fator de competitividade “Eficiência do Governo”.

Embora entendamos que existe uma “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 323 critérios, podemos assumir que esse efeito torna-se mais diluído ainda.

No primeiro conjunto de países – Emergentes – percebemos uma relação significativa entre o Custo de Capital e as variáveis: Emprego, Educação, Infra-estrutura Básica, Comércio Internacional e Investimento Internacional. Já no segundo grupo de países – Desenvolvidos – detectamos que as variáveis que mais se relacionaram com o Custo de Capital foram Infra-estrutura Básica, Preços, Finanças Públicas e Práticas Gerenciais. A exceção da variável Infra-estrutura Básica percebemos que as variáveis não se mantêm as mesmas quando analisamos países em estágios econômicos diferentes. Ou seja, o custo de capital realmente é diferente de um país para outro – ou grupo de países.

As empresas situadas em países emergentes, e que priorizam em seus orçamentos governamentais verbas substanciais para a educação de seus cidadãos, acabam sendo beneficiadas pela qualidade de seus profissionais, que aplicam no ambiente corporativo em que vivem, as melhores práticas gerenciais e de governança corporativa. Como resultado dessas práticas, temos que tais empresas acabam alcançando posição de destaque nos mercados em que atuam, aumentando sua competitividade em volume, geração de caixa, dividendos para os acionistas e em valor de mercado. Conclusivamente, todos esses fatores em conjunto acabam colaborando para que o custo de capital das empresas situadas nesses países seja beneficiado.

A terceira variável, que também mostrou possuir uma relação positiva com o custo de capital, é a que consolida os critérios referentes à *Infra-estrutura Básica*. Logicamente, os países que possuem boas condições de área arável; urbanização; rodovias, ferrovias e transporte aéreo de qualidade; infra-estrutura de distribuição, transporte de água, manutenção e desenvolvimento e infra-estrutura energética compatíveis para o desenvolvimento sustentável, acabam se tornando verdadeiros focos de atração de investimentos externos, em razão das facilidades logísticas e dos recursos hídricos e energéticos disponível para novos



projetos. Um país bem desenvolvido nesses pontos é normalmente bem avaliado pelos órgãos internacionais de risco em razão infra-estrutura propícia para o desenvolvimento e o crescimento de novos negócios.

Outra variável que mostrou boa relação com o custo de capital foi a que consolida os critérios relativos ao *Comércio Internacional*. Obviamente, países que possuem bom desempenho em relação ao saldo de sua conta corrente; ao saldo de sua balança comercial; serviços; exportações e importação de bens e serviços; e bons índices dos termos de troca, podem proporcionar e manter um ambiente para suas empresas mais alinhado com a realidade do mercado global. As empresas dos países emergentes que alcançam esse patamar de abrangência em nível mundial conseguem reduzir sua classificação de risco (vinculada ao risco país) em razão da internacionalização de suas receitas, bem como de suas operações através de *joint ventures* oportunistas, estabelecidas com o objetivo de garantir a colocação do excedente de produção. Com isso, as mesmas reduzem os custos de endividamentos em razão dos empréstimos mais baratos que serão capitados para os novos projetos. Daí surge a relação positiva observada para os países emergentes, entre o Custo de Capital e o Comércio Internacional.

Quando detalhamos a variável de *Investimento Internacional*, que também demonstrou relação positiva com o Custo de Capital, no caso dos países emergentes, observamos que ela é composta por critérios que avaliam, principalmente, os seguintes pontos abaixo:

- Fluxos de Investimento Direto para o Exterior;
- Estoque de Investimento Direto no Exterior;
- Ingresso de Fluxos de Investimento Direto; e
- Saldo dos Fluxos de Investimento Direto;

Resumidamente, os critérios acima estão relacionados com a via de mão dupla que existe no fluxo de investimentos entre os países emergentes e o mercado global. Quando os analistas de mercado analisam se o investimento em uma empresa, em determinado país, é atrativo ou não, em razão de sua infra-estrutura; legislação para o mundo dos negócios; mão-de-obra qualificada; logística e outros adjetivos, também estamos analisando a influência de toda essa estrutura sobre o custo de capital inerente às empresas e projetos desse país.

Em alguns países emergentes, podemos verificar que certas empresas procuram realizar investimentos diretos no exterior. Essa atitude visa minimizar o risco sobre suas ações, atrair novos investidores e reduzir o custo de captação de novos recursos. Aqui no Brasil verificamos essa atitude em empresas como a AmBev e Companhia Vale do Rio Doce.

Antes de passarmos para a análise das variáveis que apresentaram relações relevantes com o custo de capital, no grupo de países desenvolvidos, gostaríamos de relembrar as mesmas: Infra-estrutura Básica, Preços, Finanças Públicas e Práticas Gerenciais.

Da mesma forma com que ocorreu para os países emergentes, a variável *Infra-estrutura Básica*, mostrou possuir uma relação positiva com o custo de capital. De forma análoga, os países desenvolvidos que possuem boas condições de área arável; urbanização; rodovias, ferrovias e transporte aéreo de qualidade; infra-estrutura de distribuição, transporte de água, manutenção e desenvolvimento e infra-estrutura energética compatíveis para o desenvolvimento sustentável, também serão regiões de atração de investimentos externos, em razão das facilidades logísticas e dos recursos hídricos e energéticos disponível para novos projetos.

Dentro do grupo de países desenvolvidos, outra variável que também apresentou relação positiva com o custo de capital, foi *Preço*. Tal variável reúne informações referentes à inflação ao consumidor e índices de custo de vida. Países com políticas econômicas bem desenvolvidas praticam políticas monetárias que visam estabilidade de preços,

primordialmente. Esse fator ajuda na estabilização da economia, tornando o ambiente corporativo desses países um lugar mais seguro e confiável para o desenvolvimento de novos projetos e negócios.

A variável que consolida os critérios de competitividade referentes às *Finanças Públicas*, também representa os vetores da economia que normalmente são observados por investidores e analistas de mercado:

- Superávit/Déficit Orçamentário do Governo;
- Dívida Interna do Governo;
- Dívida Externa do Governo;
- Pagamento de Juros;
- Administração das Finanças Públicas;
- Reservas Totais;
- Gastos Gerais do Governo.

A quarta e última variável que mostrou possuir uma relação com o Custo de Capital, nos países desenvolvidos – Práticas Gerenciais – consolida informações referentes à adaptabilidade dos gestores; práticas éticas; credibilidade dos gerentes; conselhos de administração; valor para os acionistas; satisfação do cliente; empreendedorismo; marketing; responsabilidade social; saúde, segurança e preocupações ambientais. Os critérios acima listados fazem parte dos critérios de classificação que as agências de risco utilizam para certificarem as empresas como Investment Grade. Essa certificação garante aos investidores uma garantia de solidez e confiabilidade na empresa em questão. Sendo assim, a empresa possuidora do Investment Grade consegue captar empréstimos e financiamentos a juros mais baratos e competitivos, reduzindo assim o seu custo de capital. Dessa forma, podemos notar a importância das Práticas Gerenciais presentes nos países desenvolvidos, para que as empresas possam um custo de capital competitivo em relação às outras empresas presentes no mercado.

De forma genérica e amparados pelos dados estatísticos do *IMD*, que serviram de base para a pesquisa, podemos assumir que conseguimos evidenciar quais as variáveis que apresentaram as relações estatísticas mais significativas com o custo de capital, respondendo assim a principal pergunta de nossa pesquisa. Com base nas conclusões descritas nos parágrafos acima e respaldados pelas diferenças apresentadas entre as variáveis que influenciam o custo de capital nos países emergentes e desenvolvidos, podemos afirmar que essa pesquisa gera margem a novos questionamentos. A principal sugestão seria analisar, via métodos de regressão, quais os critérios, dentro de cada sub-fator identificado nesta pesquisa, são relevantes na determinação da diferenciação de custo de capital entre países.