



NT

consultada e re-projeção

43

CUSTO DE CAPITAL E ESTRUTURA DE CAPITAL
DE EMPRESAS MULTINACIONAIS

Banca Examinadora

Prof.

Prof.

Prof.

Prof.

CX 418249

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

SENICHIRO KOSHIO

CUSTO DE CAPITAL E ESTRUTURA DE CAPITAL
DE EMPRESAS MULTINACIONAIS

Dissertação apresentada ao Curso
de Pós-Graduação da FGV / EAESP
Área de Concentração: Administração
Contábil e Financeira, como requisito
para obtenção de título de mestre em
Administração.

Orientador: José Evaristo dos Santos
Co-Orientador: João Carlos Hopp

São Paulo

1994



Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração
de Empresas de São Paulo
Biblioteca



579/94



1199400579

KOSHIO, Senichiro. Custo de Capital e Estrutura de Capital de Empresas Multinacionais. São Paulo, EAESE/FGV, 1984. 120p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESE/FGV, Área de Concentração: Administração Contábil e Financeira).

Resumo: Síntese da teoria de custo de capital e estrutura de capital de empresas multinacionais. Aborda o efeito da política financeira de uma empresa - incluindo diversificação internacional da empresa, administração do risco cambial e política de financiamento - no custo de capital e no valor da empresa, na hipótese em que os mercados financeiros internacionais são perfeitos e completos e nas condições em que os mesmos são imperfeitos e incompletos.

Palavras-Chaves: Custo de Capital - Estrutura de Capital - Empresas Multinacionais - Teorema de Modigliani e Miller - Eficiência dos Mercados Financeiros - Precificação de Ativos - Mercados Financeiros Internacionais - Administração Financeira Internacional - Finanças das Empresas.

INDICE SINTETICO

CAPITULO	Página
1. INTRODUÇÃO	.. 1
2. CUSTO DE CAPITAL E ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS NUM CONTEXTO NACIONAL	.. 5
3. CUSTO DE CAPITAL E ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS MULTINACIONAIS EM MERCADOS FINANCEIROS PERFEITOS E COMPLETOS	.. 23
4. CUSTO DE CAPITAL E ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS MULTINACIONAIS EM MERCADOS FINANCEIROS IMPERFEITOS E INCOMPLETOS	.. 44
5. OBSERVAÇÕES FINAIS	.. 105
BIBLIOGRAFIA	.. 107

INDICE ANALITICO

	Página
1. INTRODUÇÃO	.. 1
2. CUSTO DE CAPITAL E ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS NUM CONTEXTO NACIONAL	.. 5
2.1. Teorema de Modigliani e Miller e Eficiência dos Mercados Financeiros	.. 5
2.2. Efeito da Política Financeira no Custo de Capital e no Valor da Empresa em Mercados Financeiros Imperfeitos e Incompletos	.. 13
3. CUSTO DE CAPITAL E ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS MULTINACIONAIS EM MERCADOS FINANCEIROS PERFEITOS E COMPLETOS	.. 23
3.1. Risco Cambial	.. 24
3.2. Relações de Paridade entre Taxa de Inflação, Taxa de Juros e Taxa de Câmbio	.. 26
3.3. Eficiência dos Mercados Financeiros Internacionais e "International Asset Pricing Model"	.. 35
3.4. Efeito da Política Financeira no Custo de Capital e no Valor da Empresa em Mercados Financeiros Perfeitos e Completos	.. 36
3.4.1. Diversificação Internacional da Empresa	.. 37
3.4.2. Administração do Risco Cambial	.. 40
3.4.3. Política de Financiamento	.. 41
3.5. Custo de Capital para Projetos no Exterior	.. 42

4.	CUSTO DE CAPITAL E ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS MULTINACIONAIS EM MERCADOS FINANCEIROS IMPERFEITOS E INCOMPLETOS	..	44
4.1.	Validade das Relações de Paridade entre Taxa de Inflação, Taxa de Juros e Taxa de Câmbio	..	45
4.2.	Eficiência ou Não dos Mercados Financeiros Internacionais	..	54
4.2.1.	Globalização dos Mercados Financeiros	..	55
4.2.2.	Diversificação Internacional de Carteira	..	58
4.2.3.	"IAPM's"	..	62
4.2.4.	Diferença no Custo de Capital entre Japão e EUA	..	65
4.3.	Efeito da Política Financeira no Custo de Capital e no Valor da Empresa em Mercados Financeiros Imperfeitos e Incompletos	..	69
4.3.1.	Segmentação dos Mercados Financeiros	..	70
4.3.2.	Disponibilidade de Capital	..	78
4.3.3.	Risco Cambial	..	80
4.3.4.	Risco Político	..	84
4.3.5.	Imposto de Renda	..	88
4.3.6.	Evidenciação Contábil ("Disclosure")	..	91
4.3.7.	Ambiente Financeiro Local das Subsidiárias	..	92
4.3.8.	Otimização da Política de Financiamento	..	94
4.4.	Custo de Capital para Projetos no Exterior	..	96
4.4.1.	Ponto de Vista da Matriz	..	97
4.4.2.	Ponto de Vista da Subsidiária	..	102
4.4.3.	Ponto de Vista da Empresa Local	..	102
5.	OBSERVAÇÕES FINAIS	..	105
	BIBLIOGRAFIA	..	107

AGRADECIMENTOS

Ao concluir esta dissertação, gostaria de agradecer a:

- Prof. José Evaristo dos Santos, pelas suas orientações ao longo do trabalho, sem as quais esta dissertação não teria sua forma;
- Prof. João Carlos Hopp, pelo acompanhamento do trabalho;
- Prof. Luiz Antônio de Oliveira Lima e Prof. Wladimir Antonio Puggina, pelas suas sugestões na ocasião do Exame Geral da Area;
- Heitor Kato, pela revisão das versões iniciais;
- CAPES - Coordenadoria de Aperfeiçoamento de Nível Superior, pela bolsa de estudo para o Programa de Pós-Graduação em Administração.

CAPITULO 1

INTRODUÇÃO

A presente dissertação apresenta uma síntese da teoria de custo de capital e estrutura de capital de empresas multinacionais.

Consideradas como um fenômeno econômico marcante do século XX, as empresas multinacionais são aquelas que operam em mais de um país, através de unidades operacionais locais (subsidiárias), tendo a administração central na matriz no seu país de origem.¹

Os assuntos do custo de capital e da estrutura de capital no caso destas empresas tornam-se mais complexos do que no caso de empresas nacionais, pois envolvem fatores decorrentes das diferenças econômicas, sociais e políticas entre as nações no mundo. Entre estes assuntos, Stanley (1981), que fez uma revisão de literatura existente até então, destaca os seguintes:

¹ Conforme Sanvicente (1975), não existe um acordo geral entre os autores sobre a definição da empresa multinacional. As designações "multinacional", "internacional", "transnacional" e "global" são usadas para se referir a um mesmo tipo de empresa.

- Qual é o efeito da multinacionalidade (diversificação internacional) da empresa sobre o custo de capital próprio da matriz?
- Existe uma estrutura ótima de capital para empresas multinacionais e, se existir, como a multinacionalidade da empresa afeta a questão?
- A moeda de denominação dos recursos de terceiros influencia a decisão de financiamento?
- As estruturas de capital das subsidiárias devem ser definidas independentemente da estrutura de capital da matriz?

A integração dos mercados de capitais internacionais e a eficiência dos mercados de câmbio são dois assuntos subjacentes às questões acima.

O objetivo desta dissertação é apresentar as teorias e suas evidências empíricas apresentadas por diversos autores até hoje sobre estes e outros assuntos relacionados ao custo de capital e à estrutura de capital de empresas multinacionais, dando maior ênfase aos trabalhos posteriores ao de Stanley (1981).

A abordagem será feita em três partes.

Inicialmente, no capítulo 2, veremos as teorias sobre o custo de capital e a estrutura de capital de empresas num contexto nacional. Será uma rápida revisão do cerne das teorias, sobretudo no que se refere ao efeito da política financeira no custo de capital e no valor da empresa na hipótese em que os

mercados financeiros são perfeitos e completos e nas condições em que os mesmos são imperfeitos e incompletos.

Em seguida, no capítulo 3, passaremos a estudar o caso de empresas multinacionais. O ambiente será internacional, introduzindo os elementos decorrentes das diferenças entre as nações no mundo, como as moedas. Vamos supor, entretanto, que os mercados financeiros são perfeitos e completos, e veremos que, na sua essência, as teorias sobre o custo de capital e a estrutura de capital são meras extensões lógicas daquelas para o contexto nacional nessas condições ideais.

No capítulo 4, os assuntos serão abordados com o reconhecimento dos fatores do ambiente internacional que tornam os mercados financeiros internacionais imperfeitos ou incompletos. Veremos que, devido a estes fatores, uma empresa multinacional bem administrada pode reduzir seu custo de capital, tendo a otimização da política de financiamento como uma meta importante a ser perseguida.²

Finalmente, no capítulo 5, faremos observações finais sobre os assuntos discutidos ao longo da dissertação.

² A exploração das imperfeições dos mercados financeiros é considerada uma das hipóteses que explica a multinacionalidade de empresas. Existem hipóteses alternativas, tais como o aproveitamento das imperfeições dos mercados de produtos e fatores de produção (teoria da internalização e localização), as motivações estratégicas, o comportamento dos administradores, e as diferenças internacionais nos impostos. Porém, estas hipóteses alternativas não serão consideradas nesta dissertação

Os assuntos serão discutidos pressupondo que os leitores já estejam familiarizados com os conceitos de Custo de Capital e Estrutura de Capital, assim como com os conceitos ou teorias de: Valor Presente, Arbitragem, Teoria de Carteira, "Capital Asset Pricing Model" (CAPM) de Sharpe (1963) - Lintner (1965) - Mossin (1966), "Option Pricing Model" (OPM) de Black e Scholes (1973), "State-Preference Model" (SPM) e Eficiência dos Mercados Financeiros.³

Tendo em vista a carência de trabalhos similares em Português, esperamos que, com esta dissertação, os estudantes e profissionais de administração de empresas tenham uma melhor compreensão sobre os problemas relacionados ao custo de capital e à estrutura de capital de empresas multinacionais. Antecipamos desde já, no entanto, que não há ainda um consenso geral entre os autores para muitos assuntos que iremos discutir. Para tais assuntos, destacaremos as principais argumentações existentes atualmente.

³ Estes conceitos e teorias podem ser encontrados em livros textos de Administração Financeira como Brealey e Myers (1991), Copeland e Weston (1988), Van Horne (1992) e Weston e Copeland (1992). "Arbitrage Pricing Theory" (APT) de Ross (1976) é outro modelo de precificação de ativos que vem sendo desenvolvido em Finanças; porém, não o abordaremos neste trabalho.

CAPITULO 2

CUSTO DE CAPITAL E ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS NUM CONTEXTO NACIONAL

Neste capítulo, veremos as teorias básicas de custo de capital e estrutura de capital de empresas, desenvolvidas no contexto de uma economia fechada, no sentido de não considerar os fluxos de produtos e de capital de e para o exterior.

2.1. Teorema de Modigliani e Miller e Eficiência dos Mercados Financeiros

Em Finanças, o objetivo de uma empresa é maximizar o seu valor.⁴

O valor da empresa pode ser determinado pela somatória dos valores presentes dos fluxos de caixa futuros (retornos) esperados da mesma pelos investidores, descontados ao custo de

⁴ O valor de uma empresa é baseado na visão da empresa apresentada por Fisher (1930), segundo a qual uma empresa é intermediária na alocação de riqueza dos indivíduos na economia. As exposições gráficas e algébricas do modelo de Fisher (1930) podem ser encontradas também em Fama e Miller (1972) e Hirshleifer (1970).

capital médio ponderado da empresa:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\overline{CF}_t}{(1 + k_o)^t}$$

onde: V = Valor da empresa;
 \overline{CF}_t = Fluxo de caixa esperado no instante t ;
 k_o = Custo de capital médio ponderado da empresa.

Este valor é maximizado quando o custo de capital médio ponderado da empresa é minimizado, desde que os fluxos de caixa não sejam alterados no processo.

O teorema de Modigliani e Miller (MM), como resumido por Duffie (1992), é uma coleção de resultados teóricos, derivados sob suposições de mercados financeiros perfeitos⁵ e completos,⁶

⁵ Conforme Copeland e Weston (1988), os mercados financeiros perfeitos são aqueles em que:

- os mercados financeiros não têm "atrito", isto é, fatores que impedem o fluxo livre de capital, tais como custos de transação, impostos, restrições causadas por regulamentações do governo, e ativos indivisíveis e não negociáveis;
- os mercados de produtos e os mercados de títulos são perfeitamente competitivos;
- a informação não tem custo e é recebida simultaneamente por todos os indivíduos; e
- todos os indivíduos são racionais e maximizadores de utilidade.

⁶ Conforme Weston e Copeland (1992), os mercados financeiros completos são aqueles em que existe pelo menos um título para cada estado do mundo possível, de tal maneira que seja possível criar um conjunto completo de *títulos puros* (que têm retorno de uma unidade monetária em um particular estado do mundo e nenhum em outros estados, a partir dos quais se pode construir qualquer título). Em termos práticos, conforme Van Horne (1989), os mercados completos são aqueles em que os instrumentos financeiros existentes atendem aos desejos de investidores potenciais com respeito aos tipos oferecidos.

mostrando que a política financeira de uma empresa é irrelevante para o seu valor, na medida em que os investidores podem reproduzir qualquer decisão financeira tomada pela empresa.

Esta idéia do teorema de MM está na seguinte frase, freqüentemente citada por diversos autores:

"A firm does nothing that investors can not do themselves."

Segundo MM:

- a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa, ou, de modo equivalente, o custo de capital médio ponderado é constante, independentemente da estrutura de capital (*Proposição Número 1* de Modigliani e Miller (1958));
- o custo de capital próprio é linearmente crescente com o grau de endividamento (*Proposição Número 2* de Modigliani e Miller (1958)).⁷

A existência ou não da estrutura ótima de capital, que maximiza o valor da empresa, tem sido um dos assuntos mais polêmicos em Finanças. Tradicionalmente, uma empresa "alavancada" adequadamente com o capital de terceiros é

⁷ Conforme Duffie (1992), a idéia de investidores serem indiferentes para com a política financeira da empresa está implícita nessas proposições de MM. Stiglitz (1974) mostrou que não só a estrutura de capital, mas qualquer outro aspecto da política financeira é irrelevante para o valor da empresa.

considerada ter um valor maior do que uma empresa similar "não-alavancada", pois o capital de terceiros é mais "barato" do que o capital próprio; e, ao longo de várias graus de endividamento, deve existir um grau ideal - a estrutura ótima de capital - que minimiza o custo de capital médio ponderado e, conseqüentemente, maximiza o valor da empresa.

Contrariando esta abordagem, MM mostraram que a empresa "alavancada" e a empresa "não-alavancada" devem ter o mesmo valor, em função da chamada Lei do Preço Único. Em mercados financeiros perfeitos e completos, investidores podem reproduzir a alavancagem financeira da empresa pela alavancagem financeira "feita em casa". Os preços destas duas empresas devem ser iguais, senão a arbitragem seria possível.⁸

Segundo MM, o capital de terceiros não é mais "barato" do que o capital próprio, pois, conforme a figura F1, o aumento do prêmio pelo risco das ações é proporcional ao risco financeiro (grau de alavancagem), compensa exatamente a redução do custo de capital pelo uso crescente de debêntures, mantendo o custo de capital médio ponderado constante.

De fato, o que cria valor é a produção. O valor de uma empresa está fundamentalmente na sua capacidade de geração de fluxos de caixa no futuro, associada aos seu projetos, e, conforme a Lei da Conservação do Valor de Investimento de

⁸ Segundo Modigliani e Miller (1963), a política de dividendos também é irrelevante para o valor da empresa, pois os investidores podem reproduzir qualquer política de distribuição de dividendos em mercados perfeitos. Não trataremos das questões da política de dividendos neste trabalho. Boas referências para esta questão são Durand (1989) e Gordon (1989).

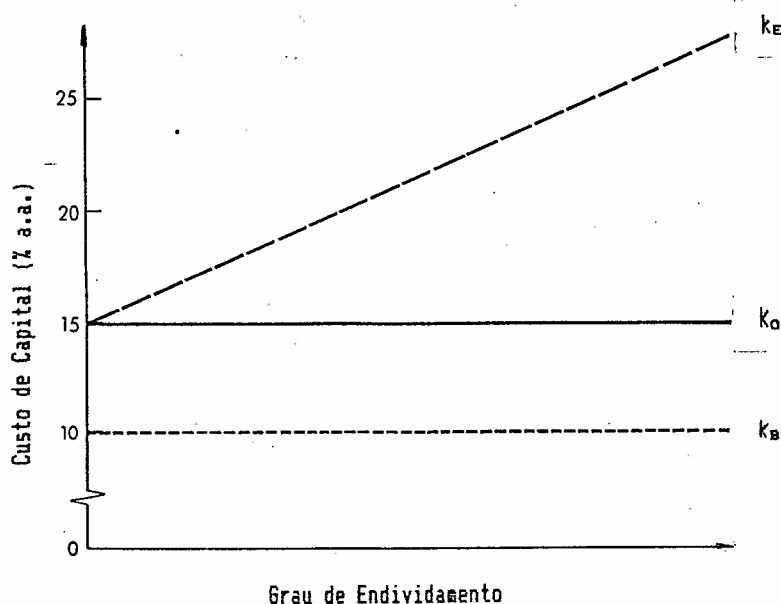


Figura F1.

Custo de Capital Próprio (k_E), Custo de Capital de Terceiros (k_B) e Custo de Capital Médio Ponderado (k_0), segundo Teorema de Modigliani e Miller.

Williams (1938), o valor da empresa é o mesmo, não importa qual seja a forma como os fluxos de caixa são divididos entre os investidores.⁹

O teorema de MM é também coerente com o Princípio da Aditividade de Valor: a somatória dos valores presentes das "partes" - ações mais debêntures - é igual ao valor presente do "todo" - a empresa - quando as "partes" são independentes entre si.

⁹ Muitos autores explicam a Lei da Conservação do Valor de Investimento fazendo uma associação entre uma empresa e um bolo: "o valor ou o benefício total de um bolo é o mesmo, não importa qual seja a forma de sua repartição". Ver, por exemplo, Ross e Westerfield (1988) e Van Horne (1992).

O teorema de MM é consistente com a eficiência dos mercados financeiros. Conforme Ross (1992), um mercado financeiro eficiente é aquele em que, com indivíduos processando informações disponíveis no mercado e tomando posições em função destas informações, os preços de mercado incorporam estas informações de tal forma que a taxa esperada de retorno de um ativo seja igual ao custo de oportunidade do capital associado ao mesmo:¹⁰

$$1 + \bar{R} = 1 + k$$

onde: \bar{R} = Taxa esperada de retorno, dadas as informações disponíveis no mercado; e
 k = Custo de oportunidade do capital.

As decisões de financiamento também devem ter o Valor Presente Líquido (VPL) positivo para que haja a criação de valor na empresa. Porém, conforme Brealey e Myers (1991), se os mercados financeiros são eficientes, então a compra ou a venda de qualquer título ao preço de mercado nunca é uma operação com o VPL positivo, ou seja, as decisões de financiamento são irrelevantes para o valor da empresa.

¹⁰ Conforme Hirshleifer (1970), o mercado eficiente é aquele em que teorema de MM é válido. Conforme Copeland e Weston (1988), as condições de mercados financeiros eficientes são menos restritivas do que as de mercados perfeitos, pois algumas suposições dos mercados perfeitos podem ser relaxados nos mercados eficientes:

- os mercados podem ter "atrito";
- os mercados de produtos não precisam ser perfeitamente competitivos; e
- a informação pode ter custo.

Conclui-se, então, que os mercados perfeitos são mercados eficientes.

O CAPM é consistente com o teorema de MM, como foi demonstrado por Hamada (1969) e Rubinstein (1973). Estando o mercado em equilíbrio, o retorno esperado e o risco de todos os títulos têm uma relação dada pela *Security Market Line* (SML).¹¹ Os títulos com os menores riscos (sistemáticos) têm retornos esperados menores do que os títulos com os riscos maiores, de tal maneira que todos os títulos tenham um valor idêntico após se ajustarem ao risco.¹²

Em termos do "*State-Preference Model*", a estrutura de capital é irrelevante em mercados financeiros completos, pois, em equilíbrio dos mercados financeiros, os títulos puros têm preços bem definidos¹³ e, logo, os fluxos de caixa futuros da empresa têm o preço de mercado definido independentemente da forma como estes fluxos são divididos em "pacotes" de títulos.¹⁴

A irrelevância da estrutura de capital para o valor da empresa pode ser analisado em termos do OPM de Black e Scholes (1973). O endividamento da empresa pode ser visto como se os acionistas tivessem "vendido" a empresa para debenturistas, com

¹¹ O coeficiente β de ações de uma empresa é linearmente crescente com o grau de alavancagem financeira.

¹² Conforme Weston e Copeland (1992), a arbitragem nos mercados financeiros ocorre entre todas as alternativas de investimento, tornando todos os títulos substitutos perfeitos entre si.

¹³ Pela arbitragem, conforme Ross (1988), a precificação dos ativos de risco ocorre na economia como um todo e, então, a alteração da estrutura de capital de uma empresa, que não altera o conjunto de alternativas de investimento da economia, não altera os preços dos títulos puros.

¹⁴ Hirshleifer (1970) demonstra que o teorema de MM está baseado na suposição de mercados completos.

a opção de comprá-la de volta no futuro.¹⁵ O preço de exercício desta opção de compra ("*Call*") é o valor de face das debêntures, e o vencimento da opção é a data de maturidade das mesmas. Os debenturistas possuem a empresa e subscrevem a opção de compra da mesma.¹⁶

Adotando a simplificação de que a opção seja do tipo europeu¹⁷ e que as debêntures sejam de *cupom* zero (sem pagamentos periódicos de juros) e vendidas com deságio em relação ao seu valor de face (B^*), podemos avaliar o valor total das ações (E) e o valor total das debêntures (B) a partir do valor total da empresa (V).¹⁸

No vencimento da opção, as ações e as debêntures terão os valores totais dados, respectivamente, por:

$$E = \max (V - B^*, 0)$$

$$B = \min (V, B^*)$$

¹⁵ A opção é um direito, e não uma obrigação, de comprar ou vender o ativo especificado, ao preço especificado (preço de exercício) numa data futura.

¹⁶ As debêntures podem ser consideradas também como as debêntures livre de risco menos a opção de venda ("*Put*") da empresa.

¹⁷ A opção europeia só pode ser exercida no vencimento da opção, enquanto que a opção americana pode ser exercida em qualquer instante até a data do vencimento da opção.

¹⁸ É importante notar que a avaliação da opção é feita em termos relativos ao valor do ativo ao qual a opção está associada, porque a opção é um direito contingencial sobre o mesmo. Como o valor é derivado do valor do ativo ao qual a opção está associada, a opção é um dos chamados instrumentos *derivativos*. Para determinar o valor do ativo, é necessário utilizar os modelos de equilíbrio, como o CAPM.

Se V for maior do que B^* , os acionistas exercerão a opção de compra da empresa dos debenturistas; e se V for menor do que B^* , os acionistas não exercerão a opção, entregando definitivamente a empresa aos debenturistas, que se tornarão, por sua vez, os seus novos proprietários.

A soma do valor das ações, E , e do valor das debêntures, B , é sempre igual a V :

$$V = B + E$$

independentemente do preço de exercício, B^* , que representa o grau de endividamento.

2.2. Efeito da Política Financeira no

Custo de Capital e no Valor da Empresa em

Mercados Financeiros Imperfeitos e Incompletos

Conforme Duffie (1992), o teorema de MM não se aplica se os investidores não forem capazes de reproduzir as operações financeiras realizadas pelas empresas.¹⁹

¹⁹ O teorema de MM é baseado nas suposições de mercados perfeitos e completos, irreais, e pode se alegar, então, que o teorema não se aplica na prática. Porém, conforme Friedman (1956), as teorias devem ser julgadas pela validade empírica de suas conseqüências e não pelo realismo de suas suposições. Além disso, como enfatizado por Miller (1988), mostrar o que não é relevante mostra, por tabela, o que é relevante.

A política financeira, incluindo a estrutura de capital, pode se tornar relevante para o custo de capital e para o valor da empresa, por causa de:

- A. Não eficiência dos mercados financeiros;
- B. Imposto de renda;
- C. Custos de falência;
- D. "*Agency costs*"; e
- E. Inovação Financeira.

A. Não Eficiência dos Mercados Financeiros

Na prática, os mercados financeiros podem não ser eficientes. Se não são eficientes, há possibilidade para alguém "bater" o mercado. No caso de empresas, é possível uma empresa encontrar fontes de recursos com o VPL positivo.

Segundo a taxonomia apresentada por Roberts (1967) e Fama (1970), existem três hipóteses de graus progressivos de eficiência de mercados: hipótese fraca, hipótese semi-forte e hipótese forte, conhecidas como as "*Efficient Market Hypothesis*" (EMH). A hipótese fraca é de que os preços de mercado refletem todos os dados históricos. A hipótese semi-forte é de que os preços refletem todas as informações publicamente disponíveis. A hipótese forte é de que os preços refletem todas as informações existentes.

Em uma revisão recente dos estudos sobre a eficiência dos mercados financeiros, Fama (1991) apresenta uma nova taxonomia:

testes para previsibilidade de retorno, estudos de eventos, e testes para informações privilegiadas ("*private information*").

Os testes para previsibilidade de retorno amplia a hipótese fraca considerando a previsibilidade através não só dos preços históricos, mas também através das variáveis como os dividendos e as taxas de juros. Segundo Fama (1991), os resultados destes testes não têm sido conclusivos.

Em um recente teste deste tipo feito com o CAPM, Fama e French (1992) encontraram evidências de que, nos E.U.A., os retornos das ações não estão relacionados ao β , mas sim ao porte da empresa (valor total de mercado das ações) e ao índice valor de mercado/valor contábil. Segundo o estudo, as ações de pequenas empresas, por estarem vulneráveis às variações econômicas, e aquelas que têm menores índices valor de mercado/valor contábil, por apresentarem problemas financeiros, tiveram retornos maiores.²⁰

Os dois últimos tipos de testes não alteram a abrangência das hipóteses semi-forte e forte, respectivamente. Segundo Fama (1991), os resultados destes testes têm mostrado que os eventos como a divulgação das informações contábeis e a distribuição de dividendos são rapidamente refletidas nos preços e que as informações privilegiadas podem estar dando retornos excedentes aos investidores.

²⁰ Uma vez que o CAPM é largamente utilizado na prática, o estudo de Fama e French causou uma grande repercussão na imprensa, como em Berg (1992) e "Beating the Market: Yes, it can be done" (1992).

A não eficiência dos mercados financeiros pode tornar a estrutura de capital relevante para o valor da empresa. Os administradores, os "*insiders*", podem estar mais informados a respeito das perspectivas da empresa do que os acionistas, os "*outsiders*". Segundo Ross (1977), esta "assimetria informacional" torna diferente a expectativa de retorno da empresa e, conseqüentemente, o valor dos títulos da empresa percebidos entre os primeiros e os últimos.

Esta assimetria informacional afeta a estrutura de capital, pois, conforme Myers e Majluf (1984), uma decisão que altera a estrutura de capital feita pelos administradores pode sinalizar a existência desta diferença de avaliação aos acionistas: a administração prefere emitir títulos superavaliados e, então, a emissão de debêntures é boa notícia para os acionistas, significando que eles terão retorno excedente positivo; enquanto que a emissão de ações é má notícia para os acionistas, significando que eles terão retorno excedente negativo.

B. Imposto de Renda

Na existência do imposto de renda da pessoa jurídica, o financiamento através de endividamento pode ser mais vantajoso para a empresa do que o financiamento através de capital próprio, pois os juros são dedutíveis do imposto de renda e reduzem o imposto de renda, aumentando o retorno aos acionistas; enquanto que os dividendos não o são.²¹

²¹ Os próprios Modigliani e Miller (1963) reconheceram que o valor de uma empresa aumenta com a alavancagem financeira, quando existe o imposto de renda da pessoa jurídica.

A política ótima, neste caso, é o endividamento ao nível de 100% do capital total.

O imposto de renda torna a decisão de investimento e a decisão de financiamento dependentes. Para considerar o valor criado pela decisão de financiamento, Myers (1974) sugeriu uma abordagem chamada de Valor Presente Ajustado.

Esta abordagem separa os fluxos de caixa do projeto entre operacionais e financeiros (entre os quais a economia de imposto de renda). Pelo Princípio da Aditividade de Valor, o valor total do projeto é a soma do valor do projeto, se financiado somente por capital próprio (Valor Base) e o valor dado pela decisão de financiamento (por exemplo, redução de imposto de renda).

$$V = \text{Valor Base} + \text{Valor de Financiamento}$$

Os fluxos de caixa operacionais são descontados ao custo de capital "all equity" - a taxa requerida de retorno do projeto financiado totalmente pelo capital próprio, baseado no grau de risco do projeto, independentemente da sua estrutura financeira, e os fluxos de caixa financeiros são descontados aos custos de capital de terceiros.

Ao considerar também o imposto de renda da pessoa física, os juros das debêntures passam a ter a tributação ao nível dos investidores, e o custo de capital após imposto de renda aumenta proporcionalmente, pois os investidores repassam a incidência dos imposto à empresa, exigindo retornos mais altos. Então, a escolha entre endividamento e financiamento com o capital

próprio passa a depender da relação entre o imposto total da pessoa física e da pessoa jurídica sobre os juros e o imposto total sobre lucro da empresa e dividendos: o que apresentar o menor imposto será o preferido.

Mesmo assim, Miller (1977) argumenta que as empresas emitem preferencialmente as debêntures ou ações, até que os impostos resultantes incluindo os dos investidores sejam iguais para as duas. A estrutura de capital entra em equilíbrio no agregado da economia, e, nessa situação, a escolha entre uma e outra por uma empresa não altera o retorno dos investidores, isto é, a estrutura de capital da empresa torna-se irrelevante.

C. Custos de Falência

As empresas não se endividam 100 % do seu capital. Uma explicação ao uso de endividamento ao nível muito menor do que 100% de endividamento é dada pelos custos de falência, que diminuem o valor da empresa ao esta se aproximar à situação de falência.

Os custos de falência podem ser diretos ou indiretos. Os custos diretos são os custos decorrentes da falência em si, como os custos legais e a perda incorrida quando os ativos da empresa são vendidos a preços inferiores aos custos de reposição. Os custos indiretos são decorrentes do efeito negativo nos fluxos de caixa operacionais, pela redução de vendas ou aumento de custos operacionais, quando a empresa começa a apresentar indícios de dificuldades financeiras e aproxima-se à situação de

falência, afetando negativamente a confiança que os clientes, empregados e outros colaboradores têm com a empresa.

Os custos de falência esperados são os custos de falência multiplicados pela probabilidade de falência. Assim, o aumento de endividamento aumenta o risco de falência e aumenta os custos *esperados* de falência, reduzindo o valor da empresa.

Segundo Baxter (1967) e Kraus e Litzenberger (1973), o efeito conjunto do imposto de renda da pessoa jurídica e dos custos de falência faz com que exista um nível de endividamento onde o aumento marginal do custo de falência passe a superar o aumento marginal do benefício dado por imposto de renda. Este nível seria a estrutura ótima de capital.

Os custos de falência afetam também o custo de capital. O risco específico da empresa torna-se relevante para avaliação.

Sem os custos diretos de falência, os investidores recebem todo o valor da empresa sem nenhuma perda, quando ela entra em falência; e, sendo os mercados eficientes, o risco de falência da empresa seria incorporado no risco sistemático, que determinaria o custo de capital segundo o CAPM.²²

Com os custos de falência, os investidores perdem na falência da empresa. A probabilidade de uma empresa falir depende do risco total, e não somente do seu risco sistemático.

²² Mesmo que os custos indiretos de falência não afetem o custo de capital, podem afetar os fluxos de caixa, conforme Shapiro e Titman (1985).

Quanto maior o risco total, maior serão os custos *esperados* de falência. Como resultado, investidores exigem um maior retorno para a empresa do que o retorno definido somente pelo seu risco sistemático, ou seja, o custo de capital será maior do que o determinado pelo CAPM.

Na existência dos custos de falência, portanto, o custo de capital pode ser reduzido, diminuindo o risco total da empresa.

D. "Agency Costs"

Segundo Jensen e Meckling (1976), a escolha da estrutura de capital pode influenciar o valor da empresa ao considerar os "*agency costs*", que são os custos associados ao conflito de interesses entre investidores e administradores.

Conforme Harris e Raviv (1991), o problema de "*agency costs*" pode ser distinguido em:

- "*agency costs*" de ações, devido ao conflito de interesses entre administradores e acionistas; e
- "*agency costs*" de dívidas, devido ao conflito de interesses entre acionistas e credores.

No primeiro caso, na medida em que existe a separação da propriedade do controle da empresa, os administradores, sendo agentes dos acionistas externos,²³ podem não se esforçar o

²³ Os acionistas externos são aqueles que não são, ao mesmo tempo, administradores.

bastante ou tomar decisões que entrem em conflito com os interesses dos acionistas externos, por exemplo, evitando deliberadamente o risco ou procurando o próprio enriquecimento.

Para incentivar os administradores adequadamente, através, por exemplo, de bônus e remunerações indiretas, e monitorá-los, através, por exemplo, de auditoria, a empresa incorre em custos, denominados de "*agency costs*" de ações. Argumenta-se, então, que a probabilidade dos administradores não atuarem conforme o interesse dos acionistas externos aumenta inversamente à sua participação no capital. O aumento do endividamento aumenta a participação dos administradores no capital e, logo, diminui os "*agency costs*".

No segundo caso, por outro lado, a possibilidade da transferência de riqueza dos debenturistas aos acionistas, pelo investimento em projetos mais arriscados ou pelo aumento do grau de alavancagem financeira, gera a necessidade dos debenturistas monitorarem os administradores e incorrem em custos, denominados de "*agency costs*" de dívidas. Na medida em que este custo de monitoramento esperado é incorporado na taxa de juros, são os acionistas quem pagam este custo em última instância. Assim, o aumento do endividamento aumenta os "*agency costs*", contrariamente ao caso anterior.

Segundo Myers (1977), o endividamento pode causar ainda o problema de "sub-investimento", que aumenta os "*agency costs*" de dívidas. Os projetos com VPL positivo que geram retornos após o vencimento da opção de compra da empresa dos credores pelos acionistas (como considerado na seção 2.2) e aumentam

principalmente a riqueza dos debenturistas tendem a ser rejeitados.

A conciliação entre os "agency costs" de ações com os "agency costs" de dívidas, minimizando o "agency costs" total, determina a estrutura ótima de capital.

E. Inovação Financeira

Em mercados incompletos, um novo título ainda não existente altera o equilíbrio do mercado, alterando os preços dos títulos puros. Assim, a inovação financeira pode afetar o valor da empresa.

Os indivíduos têm diferentes preferências, níveis de riqueza e situações fiscais. Além disso, as mudanças econômicas, sociais e políticas criam novas necessidades. Conforme Van Horne (1992), existindo desejos dos investidores ainda não satisfeitos, os títulos que oferecem fluxos de caixa desenhados de tal forma que atendam aos desejos e necessidades ainda não satisfeitos obtêm prêmios adicionais no mercado, e reduzem o custo de capital da empresa.

Brealey e Myers (1991) comenta, no entanto, que:

"Finding unsatisfied clienteles and designing exotic securities to meet their needs is a game that's fun to play but hard to win."

CAPITULO 3

CUSTO DE CAPITAL E ESTRUTURA DE CAPITAL DE
EMPRESAS MULTINACIONAIS EM
MERCADOS FINANCEIROS PERFEITOS E COMPLETOS

No capítulo anterior, vimos a teoria de custo de capital e estrutura de capital de empresas no contexto de uma economia fechada. Neste e no próximo capítulo, estenderemos os assuntos ao ambiente internacional, considerando especificamente o caso de empresas multinacionais.

O ambiente internacional é mais complexo do que um ambiente nacional, devido principalmente à existência de várias moedas, com as taxas de câmbio entre elas e as respectivas taxas de inflação e taxas de juros. Então, trataremos, na seção 3.1, de um risco adicional que surge em investimentos neste ambiente - o risco cambial.

Neste capítulo, suporemos, que os mercados financeiros sejam perfeitos e completos.²⁴ Com algumas suposições adicionais sobre os mercados de produtos e fatores de produção, veremos, na seção 3.2, as chamadas relações de paridade entre as taxas de

²⁴ Isto é, que não existam "atritos" nos fluxos de capital entre investidores e oportunidades de investimento, tais como o imposto de renda, custos de falência, "agency costs" e assimetria informacional, e que a inovação financeira não seja possível. No próximo capítulo, consideraremos estes e outros fatores que tornam os mercados financeiros internacionais imperfeitos e incompletos.

inflação, taxas de juros e taxas de câmbio e, suas implicações sobre risco cambial e custo de capital de empresas.

Considerando a validade da relações de paridade, examinaremos, na seção 3.3, o conceito da eficiência dos mercados financeiros internacionais e um modelo de precificação de ativos na hipótese deste conceito, para, finalmente, considerarmos o efeito, nessas condições ideais, da política financeira no custo de capital e no valor da empresa, na seção 3.4, e o custo de capital para a avaliação de projetos no exterior, na seção 3.5.

3.1. Risco Cambial²⁵

A taxa de retorno de um investimento no exterior, medida em moeda nacional, é composta de taxa de retorno em moeda local e variação na taxa de câmbio pronta:²⁶

$$(1 + R^C) = (1 + R^*) \cdot \frac{S_1}{S_0}$$

onde: R^C = Taxa de retorno em CR\$;

R^* = Taxa de retorno em \$;

S_1 = Taxa de câmbio entre CR\$ e US\$, em CR\$/US\$ no futuro (instante $t = 1$); e

S_0 = Taxa de câmbio entre CR\$ e US\$, em CR\$/US\$ no presente (instante $t = 0$).

²⁵ As fontes de referência para esta seção são: Abauf (1986), Eiteman, Stonehill e Moffett (1992), Shapiro (1986, 1992), Lessard (1986), Lessard e Lightstone (1986).

²⁶ Consideraremos o caso de uma empresa brasileira que investe nos E.U.A. Assim, Brasil é o país-de-origem do investimento e os E.U.A. são o país-hospedeiro, sendo a moeda nacional, o CR\$ e a estrangeira, o US\$.

O risco cambial pode ser definido como a variabilidade do retorno de investimento, causada pelas variações não esperadas nas taxas de câmbio.²⁷ Conforme Lessard (1986), este risco pode ser subdividido em dois efeitos: *efeito de conversão* e *efeito competitivo*.

O efeito de conversão do risco cambial está associado à conversão do retorno de uma moeda para uma outra. Como a taxa de câmbio a ser utilizada, S_1 , é incerta, o retorno resultante da conversão é incerto.²⁸

Se o investimento é um projeto (empresa) no exterior, existe o efeito competitivo. Este efeito do risco cambial está relacionado às alterações da competitividade dos produtos do projeto no mercado internacional. Os preços de produtos no mercado internacional e, logo, suas vendas, dependem das taxas de câmbio. A incerteza nas taxas de câmbio tornam incertas as receitas de vendas, e também os custos dos insumos importados utilizados na produção dos produtos, afetando a taxa de retorno do investimento em moeda local, R\$.

²⁷ As variações esperadas nas taxas de câmbio não causam o risco cambial, pois estas são consideradas na tomada de decisão.

²⁸ Neste raciocínio, há uma suposição implícita de que o que importa aos investidores é caixa em moeda nacional para ser utilizado no consumo de bens e serviços no seu país. Rodriguez e Carter (1984) alertam que se os investidores estrangeiros estão entre os acionistas da matriz, uma cesta de moedas deva ser utilizada na avaliação do investimento, ao invés da moeda nacional.

Este segundo efeito é devido às variações da *taxa de câmbio real*.²⁹ Em geral, sendo a variação cambial nominal diferente da diferença entre as taxas de inflação em dois países, os preços relativos de produtos nesses países mudam no sentido de tornar os produtos produzidos no país que sofre uma redução no poder de compra da sua moeda mais competitivos em relação aos produtos produzidos em outros países.

Em função deste risco, a taxa requerida de retorno de um investimento no exterior pode ter um prêmio adicional.

3.2. Relações de Paridade entre

Taxa de Inflação, Taxa de Juros e Taxa de Câmbio³⁰

Entre a taxa de inflação, taxa de juros e taxa de câmbio, existem relações teóricas conhecidas como:

- A. Paridade do Poder de Compra (PPC);
- B. Efeito Fisher (EF);
- C. Efeito Fisher Internacional (EFI);
- D. Paridade da Taxa de Juros (PTJ); e
- E. Paridade a Termo (PT).

²⁹ Taxa de câmbio real é o poder de compra relativo entre duas moedas. Variação da taxa de câmbio real significa desvio em relação à *Paridade do Poder de Compra*, que examinaremos na seção 3.2.

³⁰ As referências básicas para esta seção são Brealey e Myers (1988), capítulo 34; Copeland e Weston (1986), capítulo 21; Eiteman, Stonehill e Moffett (1992), capítulo 6; Holland (1986), capítulo 1; Shapiro (1992), capítulo 7; Solnik (1978).

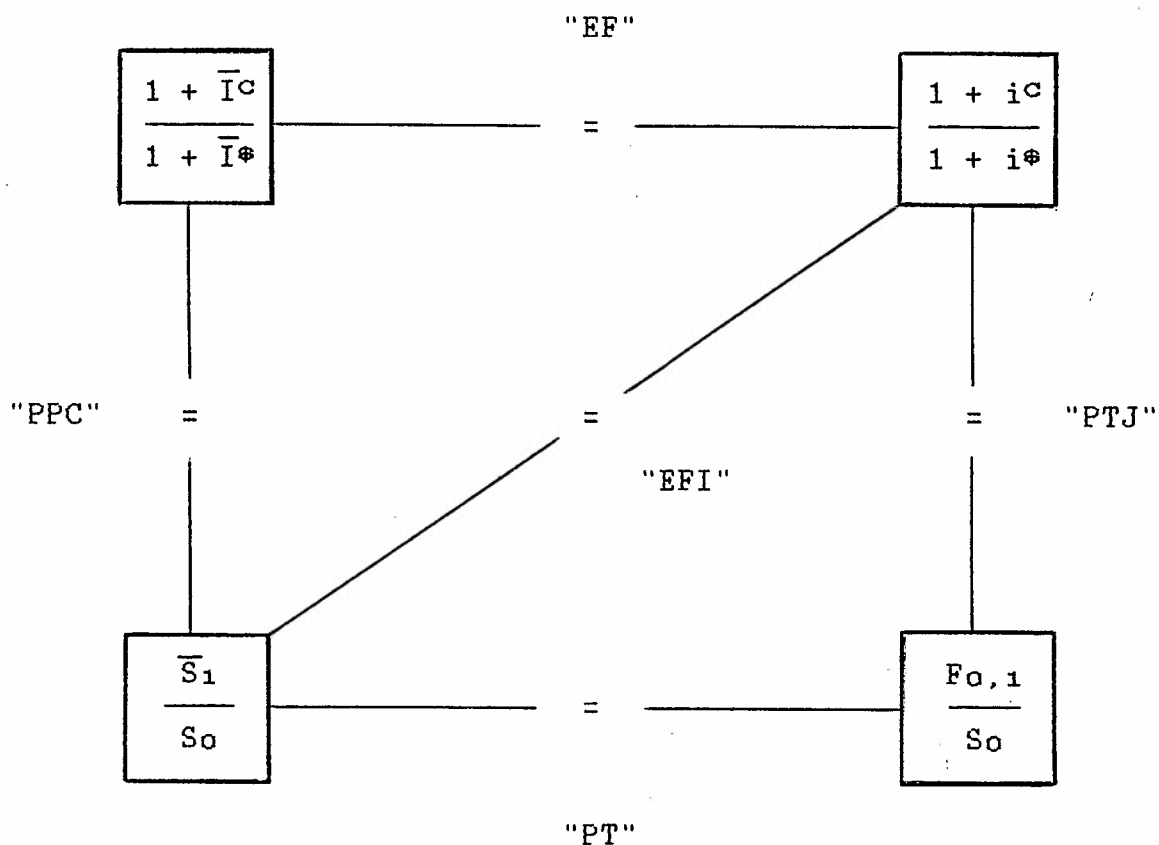
Estas relações são importantes para a análise do risco cambial de investimentos, da eficiência nos mercados financeiros internacionais, e, conseqüentemente, do efeito da política financeira das empresas no custo de capital e no valor da empresa, que faremos nas seções seguintes.

Supondo que o comércio internacional seja livre, com transporte instantâneo e sem custo, que os mercados financeiros no mundo sejam perfeitos e perfeitamente integrados,³¹ que os indivíduos tenham as cestas de consumo idênticas e que sejam indiferentes ao risco, e que não haja intervenções do governo nos mercados, as taxas de inflação, taxas de juros³² e taxas de câmbio se comportam em equilíbrio dinâmico, em torno de valores dados pelas igualdades triangulares representadas na figura F2.

Como notado por Shapiro (1992), o denominador comum destas relações é o ajustamento dos preços e taxas à inflação; e, conforme Copeland e Weston (1988), este ajustamento segue a Lei do Preço Único: os preços de produtos exportáveis e ativos financeiros, ajustados às taxas de câmbio (mensurado em uma mesma moeda), devem ser iguais em qualquer lugar do mundo.

³¹ Segundo Stultz (1981a), Gultekin, Gultekin e Penati (1989) e Lessard (1991a), dois mercados financeiros estão integrados, se os preços de títulos de riscos equivalentes são iguais nesses mercados, de modo que elimine a possibilidade de arbitragem, ou seja, se comporta como um único mercado e vale a Lei do Preço Único. Conforme Lee e Sachdeva (1977), um mercado de ativos está integrado quando o conjunto de oportunidades de investimento disponível para todos os investidores é o universo de todos os possíveis ativos; enquanto que um mercado está segmentado, se certos grupos de investidores limitam seus investimentos a um subconjunto do universo de todos os ativos.

³² Considerando os juros no sentido da remuneração ao capital, as relações de paridade podem abranger os retornos de ações, como na abordagem feita por Holland (1986).



onde:

- \bar{I}^C = Taxa de inflação esperada no Brasil;
- \bar{I}^* = Taxa de inflação esperada nos EUA;
- i^C = Taxa nominal de juros no Brasil;
- i^* = Taxa nominal de juros nos EUA;
- r^C = Taxa real de juros no Brasil;
- r^* = Taxa real de juros nos EUA;
- S_0 = Taxa de câmbio pronta no presente (instante $t = 0$) em CR\$/US\$;
- \bar{S}_1 = Taxa de câmbio pronta esperada no futuro (instante $t = 1$) em CR\$/US\$;
- $F_{0,1}$ = Taxa de câmbio a termo no presente ($t = 0$) com o vencimento no futuro ($t = 1$) em CR\$/US\$.

Figura F2.

As Cinco Relações de Equilíbrio entre Taxa de Inflação, Taxa de Juros e Taxa de Câmbio.

Adaptada de Brealey e Myers (1991).

A seguir, veremos o conceito de cada uma destas relações.³³

A. Paridade do Poder de Compra

A Paridade do Poder de Compra (PPC) postula que a taxa de câmbio pronta no presente, S_0 , incorpora eficientemente a taxa de câmbio pronta *esperada* no futuro, S_1 , e as taxas de inflação *esperadas* em dois países, \bar{I}^C e \bar{I}^F , de tal forma que a variação da taxa de câmbio pronta em um intervalo de tempo se ajuste perfeitamente à diferença entre as taxas de inflação nos dois países - a moeda com alta taxa de inflação desvaloriza-se em relação à moeda com baixa taxa de inflação - mantendo a mesma taxa real de câmbio:³⁴

$$\frac{1 + \bar{I}^C}{1 + \bar{I}^F} = \frac{S_1}{S_0}$$

Identifica-se na literatura, duas abordagens da PPC: a abordagem de fluxos de produtos e a de mercados de ativos.³⁵

Na abordagem dos fluxos de produtos, as moedas são instrumentos neutros, utilizados na troca de produtos. Então, a

³³ As evidências empíricas destas relações serão vistas na seção 4.1. As ilustrações numéricas podem ser encontradas nas referências básicas da seção citadas anteriormente.

³⁴ Essa proposição é conhecida como a versão relativa da PPC ("*Purchasing Power Parity*"). Existe uma outra versão, a versão absoluta da PPC, que é a Lei do Preço Único aplicada a cestas de bens e serviços de dois países: "uma mesma cesta de bens e serviços tem o mesmo preço em dois países", ou, na forma equivalente, "com CR\$ 1, adquire-se a mesma quantidade de bens e serviços no Brasil e nos E.U.A." A primeira apresentação teórica da PPC é atribuída a Cassel (1918).

³⁵ Ver, por exemplo, Shapiro (1992) e Solnik (1991).

taxa de câmbio é, na essência, a relação entre os preços de produtos de dois países.

O ajustamento das variáveis segue o seguinte mecanismo:

1. Supondo inicialmente que a taxa de câmbio pronta não se altera, quando a taxa de inflação é maior no Brasil do que nos EUA, os produtos brasileiros se tornam menos competitivos nos EUA comparativamente aos produtos americanos, diminuindo a exportação do Brasil aos EUA, e os produtos americanos se tornam mais competitivos no Brasil em relação aos produtos brasileiros, aumentando a importação dos EUA ao Brasil.

2. Como a diminuição da exportação do Brasil reduz a oferta de US\$ e o aumento da importação dos EUA aumenta sua demanda, a taxa de câmbio se altera, na verdade, desvalorizando o CR\$ em relação ao US\$. Paralelamente, a redução da oferta de produtos nos EUA e o aumento da oferta de produtos no Brasil reduzem a taxa de inflação no Brasil em relação a taxa dos EUA.

3. A desvalorização do CR\$ em relação ao US\$ e a redução da taxa de inflação no Brasil em relação à taxa de inflação nos EUA ocorrem até que os preços das cestas de produtos sejam iguais nos dois países em termos reais.

Na abordagem de mercados de ativos, uma moeda é um ativo, que tem valor por si, ao invés de ser algo neutro; e a taxa de câmbio é o preço relativo de dois ativos negociados em um mercado. Então, a taxa de câmbio é determinada em cada instante não apenas pela expectativa sobre os fluxos internacionais de produtos, mas pela expectativa geral sobre o futuro da economia mundial.

B. Efeito Fisher

O Efeito Fisher (EF) postula que:³⁶

- a taxa nominal de juros em cada país, i , inclui a inflação esperada no período, além da taxa real de juros;
- a taxa real de juros, r , é estável ao longo do tempo; logo, as flutuações da taxa nominal de juros são causadas pelas alterações na expectativa de inflação, \bar{I} ;
- entre dois países, as taxas reais de juros são iguais e a diferença entre as taxas nominais de juros é causada pela diferença nas taxas de inflação esperadas nesses países:

$$\frac{1 + \bar{I}^C}{1 + \bar{I}^\$} = \frac{1 + i^C}{1 + i^\$}$$

$$\frac{1 + r^C}{1 + r^\$} = 1$$

Com efeito, se houvesse alguma diferença nas taxas reais de juros entre dois países, a arbitragem seria possível, ocasionado o fluxo de capital do país de menor taxa para o país de maior taxa, até que se atingisse o equilíbrio entre as mesmas.

³⁶ Copeland (1986) refere ao Efeito Fisher ("*Fisher Effect*") como "*Real Rate of Return Relation*".

C. Efeito Fisher Internacional

O Efeito Fisher Internacional³⁷ (EFI) estabelece que as taxas nominais de juros em dois países (duas moedas) e a taxa de câmbio pronta incorporam a variação cambial esperada, tornando equivalentes as operações financeiras de riscos iguais nesses países (nessas duas moedas):

$$\frac{\bar{S}_1}{S_0} = \frac{1 + i^C}{1 + i^{\$}}$$

Com efeito, o Efeito Fisher Internacional é a Lei do Preço Único aplicada aos ativos financeiros. Em mercados financeiros integrados, os investidores atuam procurando as oportunidades de arbitragem, com base na taxa de câmbio esperada no futuro, \bar{S}_1 . Estes fluxos de capital ocorrem até que as taxas nominais de juros, i^C e $i^{\$}$, e a taxa de câmbio pronta no presente, S_0 , entrem em equilíbrio.

D. Paridade da Taxa de Juros

A Paridade da Taxa de Juros³⁸ (PTJ) estabelece que o ágio ou o deságio na taxa de câmbio a termo, $F_{0,1}$, em relação à taxa pronta, S_0 , em um determinado instante, incorpora a diferença

³⁷ O Efeito Fisher Internacional ("*International Fisher Effect*") é conhecido também como "*Fisher Open*", e também como "*Uncovered Interest Rate Parity*".

³⁸ A Paridade da Taxa a Juros ("*Interest Rate Parity*") é conhecida também como "*Covered Interest Rate Parity*". Holland (1986) chama esta relação no caso das ações de "*Equity Return Parity*".

entre as taxas nominais de juros em dois países, i^C e i^F :

$$\frac{F_{0,1}}{S_0} = \frac{1 + i^C}{1 + i^F}$$

De forma semelhante ao Efeito Fisher Internacional, a Lei do Preço Único garante a equivalência das operações financeiras de riscos iguais em moedas diferentes - neste caso, com a variação cambial pré-fixada através de um contrato a termo.

E. Paridade a Termo

A Paridade a Termo estabelece que a taxa de câmbio no mercado a termo, $F_{0,1}$, é um estimador não-viesado da taxa de câmbio pronta no futuro, S_1 :³⁹

$$F_{0,1} = \bar{S}_1$$

A compra e a venda de moedas a termo levam em consideração a taxa de câmbio pronta esperada no vencimento do contrato. Como ninguém deseja vender a uma taxa abaixo da taxa esperada e a comprar a uma taxa acima da esperada, a taxa de câmbio a termo indica o consenso do mercado sobre a taxa de câmbio pronta no vencimento do contrato a termo, refletindo todas as informações disponíveis no mercado.

³⁹ Paridade a Termo ("*Forward Parity*"), denominação utilizada por Solnik (1978) e Copeland e Weston (1988), é conhecida também como a hipótese da Taxa a Termo como Estimador Não-Viesado da Taxa Pronta no Futuro ("*Forward Rate as an Unbiased Estimator of Future Spot Rate*").

Assim, em mercados eficientes, o ágio ou o deságio da taxa a termo em relação à taxa pronta é a melhor estimativa da variação cambial no período.⁴⁰

Em resumo, valendo as relações de paridade, o risco cambial propriamente dito deixará de existir. As variações cambiais não originarão risco, nem de conversão nem de competitividade,⁴¹ e o risco e o retorno real de um investimento serão iguais para todos os investidores no mundo.

Se as relações de paridade são válidas (o mercado de câmbio é eficiente), a moeda de denominação será irrelevante, para a avaliação de um ativo, pois as variações cambiais esperadas serão iguais às diferenças nas taxas de inflação esperadas entre dois países, com as taxas de inflação alterando simplesmente a escala de mensuração do retorno nominal, e o retorno esperado do investimento terá o mesmo poder aquisitivo em qualquer lugar do mundo.

⁴⁰ A Paridade a Termo não estabelece que a taxa pronta será igual à apontada pela taxa a termo. O estimador ser não-viesado significa apenas que a distribuição de probabilidade da variável (taxa pronta no futuro) tem seu valor médio na estimativa dada pelo estimador, e que, em média, o estimador superestima e subestima a variável na mesma frequência e na mesma amplitude, de tal forma que o desvio esperado entre a estimativa e o valor realizado é nulo.

⁴¹ Neste ponto, Rodriguez e Carter (1984) alertam que, mesmo que a PPC seja válida em termos de índices de inflação, correspondentes às cestas de bens e serviços, os preços de produtos específicos podem sair da paridade, causando alterações nas posições competitivas entre as empresas. Entretanto, não consideraremos este efeito neste trabalho.

3.3. Eficiência dos Mercados Financeiros Internacionais e "International Asset Pricing Model"

A comparação entre os retornos dos ativos financeiros é dificultada pelo fato de mesmos terem riscos diferentes.

Em mercados financeiros eficientes, os preços refletem todas as informações disponíveis nos mercados, tornando as taxas de retorno dos títulos ajustadas adequadamente ao risco, de tal forma que todos os títulos sejam substitutos perfeitos entre si. Assim, conforme Lessard (1991a), a eficiência dos mercados financeiros internacionais está associada à integração dos mercados.

Nos mercados financeiros integrados, a relação entre o risco e retorno de investimentos pode ser dado por um "International Asset Pricing Model" (IAPM), similar ao CAPM de Sharpe (1963), Lintner (1965) e Mossin (1966).⁴²

Se os mercados financeiros são perfeitos, todos os investidores diversificarão suas carteiras ao máximo. Então, todos os investidores formarão passivamente a carteira composta de todos os ativos de risco do mundo, que será a mesma para todos, chamada de *carteira do mercado mundial*.

Nestas condições ideais, um título será precificado de tal forma que a taxa esperada de retorno tenha a seguinte relação linear com o seu risco sistemático, avaliado também em relação à

⁴² O modelo que veremos é apresentado em Eiteman, Stonehill e Moffett (1992), capítulo 13.

carteira do mercado mundial, com todas as variáveis avaliadas em uma mesma moeda:⁴³

$$\bar{R}_j = i_F + \beta_{jW} \cdot (\bar{R}_W - i_F)$$

onde: \bar{R}_j = Taxa esperada de retorno do título j local;
 i_F = Taxa de juros livre de risco;
 β_{jW} = Coeficiente β do título j em relação à carteira do mercado mundial;
 \bar{R}_W = Taxa esperada de retorno da carteira do mercado mundial.⁴⁴

Em equilíbrio, os títulos assim precificados serão todos equivalentes, isto é, os mercados financeiros serão eficientes internacionalmente.

3.4. Efeito da Política Financeira no

Custo de Capital e no Valor da Empresa em

Mercados Financeiros Perfeitos e Completos⁴⁵

Como foi visto na seção 2.2, o teorema de MM - resumido na frase "*a firm does nothing that investors can not do themselves*" - é consistente com a eficiência dos mercados financeiros, e é válido em mercados financeiros perfeitos e completos.

⁴³ Observamos de novo que a taxa de retorno do mercado mundial, a taxa livre de risco e a taxa de retorno do título j serão iguais para todos os investidores, em termos reais.

⁴⁴ Os estudos empíricos da validade do IAPM e da eficiência dos mercados de capitais internacionais serão vistos na seção 4.2.

⁴⁵ As referências básicas para esta seção são: Copeland, Koller e Murrin (1990); Holland (1986); Hugues, Logue e Sweeney (1975); Lessard (1985); Rodriguez e Carter (1984); Shaked (1986) e Shapiro (19768).

Veremos como este teorema se aplica no ambiente internacional sob as mesmas suposições, tratando, em particular, os seguintes aspectos da política financeira relacionada ao custo de capital:

- Diversificação internacional da empresa;
- "*Hedge*" cambial; e
- Política de financiamento.

3.4.1. Diversificação Internacional da Empresa

Lessard (1985) nota que uma empresa que realiza um investimento direto no exterior serve como um intermediário financeiro para diversificar a carteira de investimento dos acionistas da matriz.

Shaked (1986) observa que, se os investidores podem diversificar suas carteiras por conta própria, esta diversificação da empresa não cria valor.⁴⁶

O valor da empresa pode ser considerado como a somatória dos valores dos projetos executados pela empresa:

$$V = \sum_{j=1}^n V_j$$

onde: V = Valor da empresa;
 V_j = Valor do projeto j ;
 n = Número total de projetos da empresa.

⁴⁶ Levy e Sarnat (1970) tratou do assunto similar no caso de fusões de empresas no contexto nacional.

Na diversificação, o risco total de uma empresa, considerando como uma carteira de projetos, pode ser menor do que a média dos riscos totais dos projetos, em função das correlações menores do que + 1 (correlação perfeita) entre os projetos.⁴⁷ Porém, se os mercados financeiros são perfeitos e completos, o risco específico é eliminado completamente pela diversificação do investidor, e o risco relevante de uma empresa será o risco sistemático em relação à carteira do mercado mundial.

A diversificação internacional da empresa pode diminuir o seu risco sistemático, refletindo a menor covariância do retorno da empresa à carteira do mercado mundial; por exemplo, o risco sistemático de uma empresa multinacional pode ser menor do que o risco sistemático de uma empresa nacional similar; e, neste caso, a taxa requerida de retorno sobre os títulos da empresa multinacional seria menor do que a da empresa nacional. Porém, como a diversificação do investidor é eficiente, não há redução adicional de risco sem diminuir o retorno: a alteração do custo de capital da empresa pela diversificação é acompanhada da

⁴⁷ Por exemplo, combinando dois investimentos, A e B, em uma carteira, o risco da carteira será dado por:

$$DP_p^2 = w^2.DP_A^2 + (1 - w)^2.DP_B^2 + 2.w.(1 - w).CAB.DP_A.DP_B$$

onde: DP_p = Desvio-padrão da taxa de retorno da carteira;
 DP_A = Desvio-padrão da taxa de retorno do A;
 DP_B = Desvio-padrão da taxa de retorno do B;
 CAB = Coeficiente de correlação entre a taxa de retorno do A com a taxa de retorno do B;
 w = Peso do A na carteira; e
 $(1 - w)$ = Peso do B na carteira.

Quando o coeficiente de correlação é menor do que +1, o desvio-padrão da carteira será menor do que a média ponderada dos desvios-padrões dos componentes da carteira.

alteração proporcional no retorno esperado, mudando no binômio risco-retorno em cima da linha SML.

Os investidores não pagam nenhum prêmio aos títulos da empresa pela sua diversificação internacional, e a multinacionalidade da empresa é irrelevante para o custo de capital da mesma. A diversificação da empresa não afeta os riscos sistemáticos dos projetos e, portanto, não altera o custo de capital.

Em uma diversificação pura, sem sinergia empresarial, o valor do todo - a empresa como um todo - será simplesmente a soma das partes - os projetos - em conformidade com o Princípio da Aditividade de Valor. Se houver dependência entre os projetos, a soma das partes não será o valor do todo. Por exemplo, havendo sinergia, o valor total será maior do que a soma dos valores das partes. Porém, o efeito ocorre nos fluxos de caixa e não no custo de capital.

A diversificação internacional da empresa pode ocasionar a transferência de valor dos acionistas aos debenturistas.

Conforme Shapiro (1978), a diversificação internacional reduz a variabilidade dos fluxos de caixa operacionais e, conseqüentemente, aumenta a capacidade de atender aos compromissos de pagamentos fixos, ou seja, reduz o risco de total da empresa.

A redução no nível de risco total da empresa diminui o valor das ações, que é uma opção de compra da empresa dos

debenturistas.⁴⁸ Porém, a perda dos acionistas será exatamente o ganho dos debenturistas, mantendo o valor da empresa inalterado.⁴⁹

3.4.2. Administração do Risco Cambial

Aplicando a PPC, o CAPM (IAPM) e o teorema de MM, sucessivamente, Dufey e Srinivasulu (1984) resumem o problema do risco cambial da seguinte forma:

"Foreign exchange risk does not exist; even if it exists, it need not be hedged, even if it is to be hedged, corporations need not hedge it."

Em primeiro lugar, a empresa não está sujeita a nenhum risco cambial, em função da validade da PPC, como foi visto na seção 3.1.

Em segundo lugar, mesmo que exista o risco cambial, o "hedge" do mesmo não cria valor, pois o "hedge" fixa contratualmente a variação cambial esperada pelo mercado, e as variações cambiais não esperadas podem ser diversificadas

⁴⁸ Como o menor valor possível da opção está limitado a zero (situação de preço do ativo ser igual ao preço de exercício da opção), somente os possíveis preços superiores ao preço de exercício são relevantes para o valor da opção. Logo, o aumento do risco do ativo aumenta o valor da opção de compra do mesmo.

⁴⁹ O caso, similar, de fusões de empresas foi analisado por Higgins e Schall (1976). Um exemplo numérico deste fato, que utiliza a fórmula de Black & Scholes, pode ser encontrado em Weston e Copeland (1992).

completamente. O risco cambial sistemático é precificado eficientemente, segundo o IAPM, com qualquer redução no risco sistemático refletindo-se exatamente na redução do retorno.

Por último, as medidas de "*hedge*" pela empresa são inúteis, pois, a empresa não tem nenhuma vantagem em relação aos investidores na contratação das operações de "*hedge*".

Assim, da mesma forma que a diversificação, o "*hedge*" cambial pela empresa não criam valor em mercados financeiros perfeitos e completos.

3.4.3. Política de Financiamento

Em mercados eficientes, em que a PPC, o Efeito Fisher Internacional e o IAPM valem, os títulos têm os mesmos preços em qualquer lugar do mundo, de modo que o mercado (país) onde os recursos são obtidos, incluindo a moeda de denominação no caso dos recursos de terceiros, torna-se irrelevante para o custo de capital e para o valor da empresa.

Tanto para investidores como para empresas, não há diferença se os títulos são ações ou debêntures, emitidos no país ou no exterior, pela matriz ou pela subsidiária, pois os todos os investidores podem ter acesso aos mesmos, sem nenhuma restrição.⁵⁰

⁵⁰ Adler (1974), Adler e Dumas (1975), Lachenmayer (1984), Mehra (1978) e Senbet (1979) também demonstram teoricamente a irrelevância da política financeira de empresas.

3.5. Custo de Capital para Projetos

Conforme Holland (1986), no orçamento de capital em condições de mercados eficientes, o modelo de VPL convencional pode ser aplicado, com a taxa de desconto estimada pelo IAPM.

O custo de capital a ser utilizado na avaliação de projetos deve ser estimado do ponto de vista dos investidores. Como, em mercados financeiros perfeitos e completos, os investidores formam as carteiras eficientes, o custo de capital deve refletir somente o risco sistemático do projeto em relação à carteira do mercado, segundo o CAPM. Assim, o efeito da diversificação no custo de capital não existe, pois avalia-se o risco do projeto sobre a carteira do mercado mundial e não sobre a carteira de ativos da empresa, de modo que a influência do projeto sobre o risco total da empresa não é relevante para a avaliação.

Conseqüentemente, cada projeto tem o seu custo de capital particular, de acordo com o seu risco sistemático. Como enfatizado por Eiteman, Stonehill e Moffett (1992) e Shapiro (1992), entre outros, o custo de capital não é um atributo da empresa, mas sim de cada um dos projetos.

O custo de capital da empresa é simplesmente a média ponderada dos custos dos projetos. Como o coeficiente β da empresa é a média ponderada dos β 's de todos os projetos, a taxa requerida de retorno da empresa mudará para mais ou para menos, dependendo do β do projeto em estudo. Porém, o valor da empresa é a soma simples dos valores dos projetos pelo Princípio da Aditividade de Valor.

Rodriguez e Carter (1984) notam que o custo de capital de um determinado projeto, em termos reais, é o mesmo seja ele localizado no país-sede seja no exterior. Além disso, se os dois projetos tiverem o mesmo risco, o investidor exige o mesmo retorno. Como todos os investidores avaliam o risco da mesma forma, o custo de capital de um determinado projeto é igual para qualquer empresa.

Em suma, supondo condições ideais, os fatores do ambiente internacional não alteram substancialmente a teoria de custo de capital e estrutura de capital de empresas para o caso das empresas multinacionais. Como foi enfatizado por Hughes, Logue e Sweeney (1975), o teorema de MM também se aplica no contexto internacional.

Referindo-se genericamente aos problemas de administração financeira internacional, Holland (1986) resume o assunto da seguinte forma:

"Under the equilibrium framework the domestic and international environments coalesce into one. ... in general the theories ... suggest that International Financial Management problems are interesting but not significantly different to those of domestic financial management."

CAPITULO 4

CUSTO DE CAPITAL E ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS MULTINACIONAIS EM MERCADOS FINANCEIROS IMPERFEITOS E INCOMPLETOS

No capítulo anterior, consideramos uma situação ideal dos mercados financeiros, supondo que sejam perfeitos e completos. Vimos que, nessas condições, o teorema de MM se aplica, ou seja, a política financeira de uma empresa é irrelevante para o custo de capital e para o valor da mesma.

Na prática, no entanto, os mercados financeiros internacionais têm imperfeições e podem estar incompletos. Neste capítulo, veremos como as condições dos mercados financeiros na realidade podem tornar a política financeira da empresa relevante.

Começaremos vendo, na seção 4.1, a validade ou não das relações de paridade e, em seguida, na seção 4.2, a eficiência ou não dos mercados financeiros internacionais.

Depois, na seção 4.3, examinaremos as implicações dos fatores do ambiente internacional tais como a segmentação dos mercados financeiros, disponibilidade de capital, risco cambial, risco político, imposto de renda, evidenciação contábil ("disclosure") e ambiente financeiro local das subsidiárias,

sobre a política financeira da empresa, afetando o custo de capital e o valor da empresa, incluindo as recomendações para a otimização da política de financiamento.

Por último, na seção 4.4, consideraremos os aspectos relacionados ao custo de capital para a análise de projetos no exterior.

4.1. Validade das Relações de Paridade entre

Taxa de Inflação, Taxa de Juros e Taxa de Câmbio⁵¹

Na seção 3.1, vimos cinco relações de paridade que podem existir entre as taxas de inflação, de juros e de câmbio, representadas na figura F2.

A validade ou não destas relações tem sido pesquisada por muitos autores.

A. Paridade do Poder de Compra

Resumindo os estudos empíricos da Paridade do Poder de Compra (PPC) relevantes, Eiteman, Stonehill e Moffett (1992) apresentam duas conclusões genéricas:

- a PPC tende a se verificar a longo prazo, mas não a curto prazo; e
- a PPC se aplica no caso dos países com altas taxas de inflação.

⁵¹ As referências básicas para esta seção são as mesmas da seção 3.1.

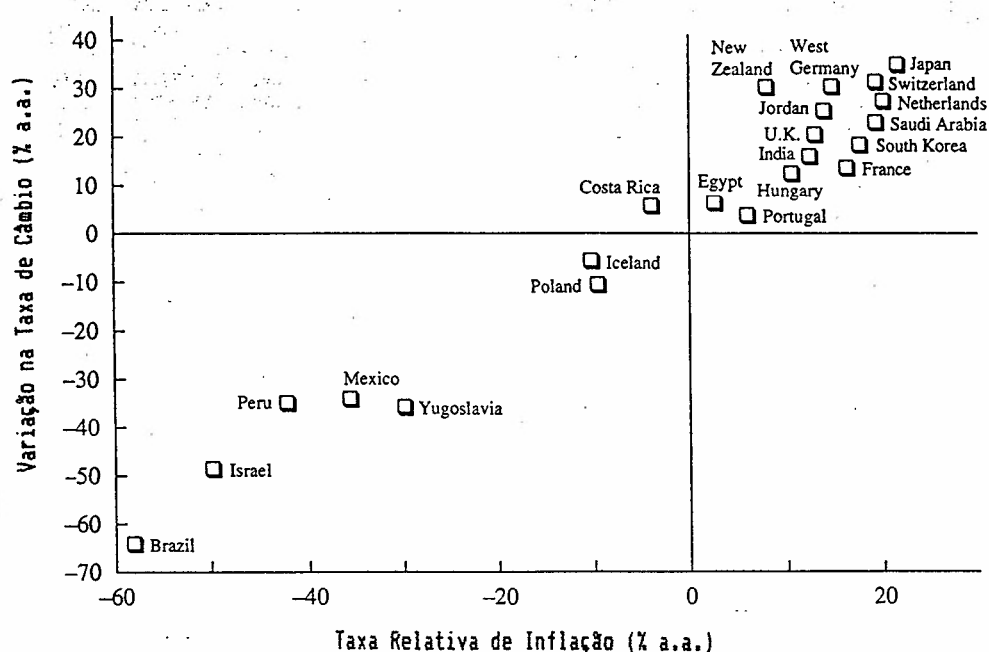


Figura F3.

Paridade do Poder de Compra: Dados Empíricos, 1982-1988

Fonte: Shapiro (1992).

O gráfico da figura F3, que relaciona a taxa de inflação e a variação cambial entre as moedas de mais de 20 países e US\$, de 1982 a 1988, apresentado por Shapiro (1992), indica que as duas variáveis, a longo prazo, tendem a seguir a PPC.

Entre os testes que rejeitaram a PPC a longo prazo, um dos mais recentes é o de Lim (1992), que testou o movimento das taxas de câmbio entre as moedas dos países do G10 e os E.U.A. de 1974 a 1989.

A curto prazo, as taxas de câmbio têm se mostrado altamente variáveis. Se o mercado de câmbio fosse eficiente, somente novas informações afetariam as taxas de câmbio; e, na medida em que as informações surgem aleatoriamente, o comportamento a curto prazo

da taxa real de câmbio seria aleatório (*random walk*), ou seja, seria imprevisível, em vez de se manter em um determinado nível, de acordo com a PPC.

Neste aspecto, as evidências empíricas são mistas. Roll (1979) encontrou evidências de que a taxa de câmbio pronta é o melhor estimador dela mesma no futuro.⁵² Adler e Lehman (1983), testando as taxas reais de câmbio para verificar se os movimentos das mesmas podem ser previstos pela PPC, não puderam rejeitar a hipótese de que têm movimentos aleatórios. Por outro lado, Whitt Jr. (1989) encontrou evidências de que os movimentos das taxas reais de câmbio não são aleatórios e que, a longo prazo, as mesmas voltam a um nível de equilíbrio, como estabelecido pela PPC.

Os autores explicam os desvios da PPC pela ausência ou impedimento da arbitragem no mercado de produtos, pois muitos bens e serviços não são negociados internacionalmente, existe o custo de transporte e há barreiras contra o comércio internacional. Além disso, a arbitragem com bens reais necessita de tempo, mantendo os preços diferentes em diferentes mercados durante algum tempo.

⁵² O resultado do estudo de Meese e Rogoff (1983) mostra que a taxa de câmbio pronta é melhor para prever ela mesma no futuro do que a taxa a termo.

B. Efeito Fisher

Os resultados dos testes do Efeito Fisher também não são conclusivos.

Relacionando as taxas nominais de juros e as taxas de inflação em um país desenvolvido, muitos estudos, como o de Moazzami (1990), têm confirmado o Efeito Fisher a longo prazo nos E.U.A.

Virén (1989), no entanto, analisando as taxas nominais de juros e as taxas de inflação ao longo de cem anos, de 1875 a 1984, também nos E.U.A., encontrou resultados que indicam uma relação fraca entre as duas variáveis, embora os dados dos anos mais recentes pareçam estar de acordo com o Efeito Fisher. Além disso, Carmichael e Stebbing (1983), analisando os dados dos E.U.A. e da Austrália de 1953 a 1978, encontraram evidências de que a taxa nominal de juros, após considerar o imposto de renda, não é sensível à taxa de inflação, mas a mesma é constante e, que a taxa real de juros varia com a inflação no sentido inverso (*Efeito Fisher Invertido*); e Gupta (1992) encontrou evidências empíricas deste efeito nos E.U.A. para o período de 1968 a 1985.

Entre as taxas de juros de diferentes países, as evidências também não são conclusivas. Em termos de tendência, o gráfico na figura F4, apresentado por Shapiro (1992), indicam que os países com altas taxas de inflação geralmente têm altas taxas nominais de juros.

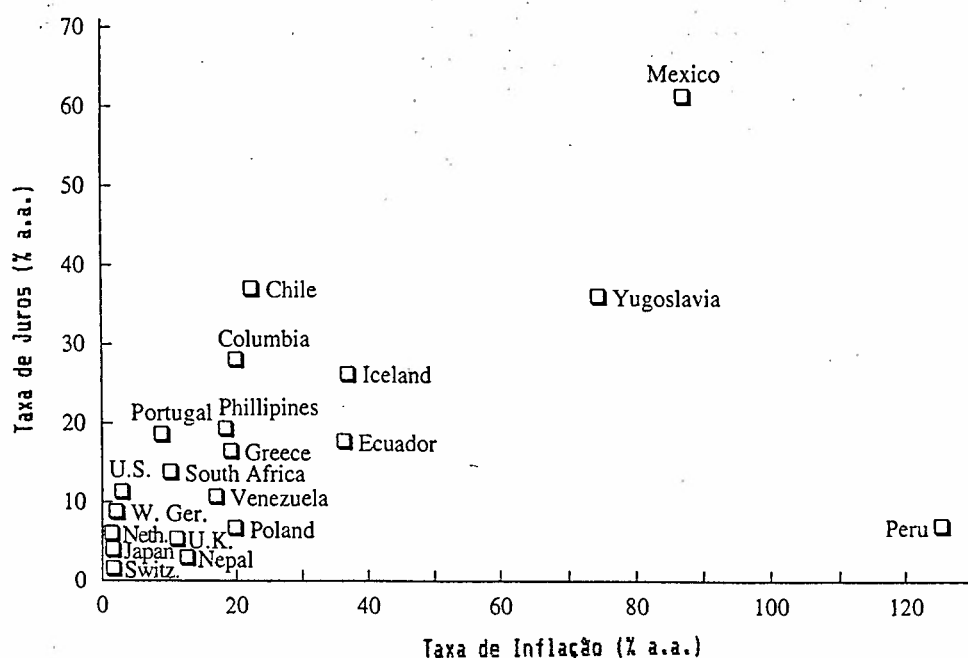


Figura F4.

Efeito Fisher: Dados Empíricos, 1982-1988.

Fonte: Shapiro (1992).

Lin e Swanson (1993) analisaram as relações entre as taxas de juros em cinco moedas (Dólar americano, Libra esterlina, Marco alemão, Franco suíço, e Yen japonês), em mercados monetários nacionais de respectivos países e em mercados internacionais - Londres, Singapura e Hong Kong - de 1984 a 1989, e encontraram resultados indicando que entre um mercado nacional e os mercados internacionais de cada moeda, não há uma forte interrelação; porém, entre Londres e Singapura, há uma interrelação significativa.

Outro estudo recente mostra que, de 1987 a meados de 1993, houve uma convergência das taxas nominais de juros entre os países que aderem ao Mecanismo Cambial ("ERM") na Europa, sendo

as taxas reais de juros variáveis em função da taxa de inflação de cada país no curto prazo; enquanto que, nos E.U.A., Alemanha e Japão, houve a convergência das taxas reais de juros, deixando as taxas nominais de juros diferentes.⁵³

C. Efeito Fisher Internacional

Analogamente às duas relações anteriores, um gráfico apresentado por Shapiro (1992), que apresenta os dados de mais de 20 países, de 1982 a 1988, conforme a figura F5, mostra que, a longo prazo, as taxas nominais de juros e as variações cambiais têm uma relação direta, como estabelecida pelo Efeito Fisher Internacional. Além disso, de acordo com o mesmo autor, o Efeito Fisher Internacional se verifica melhor no caso dos países com a alta taxa de inflação.

A curto prazo, vários estudos como o de Lim (1992) têm encontrado resultados que não confirmam o Efeito Fisher Internacional.

A relação pode não se verificar, pois, embora as transferências dos recursos por via eletrônica facilite tecnicamente a arbitragem no mercado financeiro, existem barreiras que impedem o fluxo livre de recursos entre países.⁵⁴

⁵³ O referido estudo é o "Orçamento Verde" de 1993 de Jeremy Hale do Instituto de Estudos Fiscais e do Banco de Investimento Goldman Sachs, citado em Wolf (1993).

⁵⁴ Veremos este problema na seção seguinte.

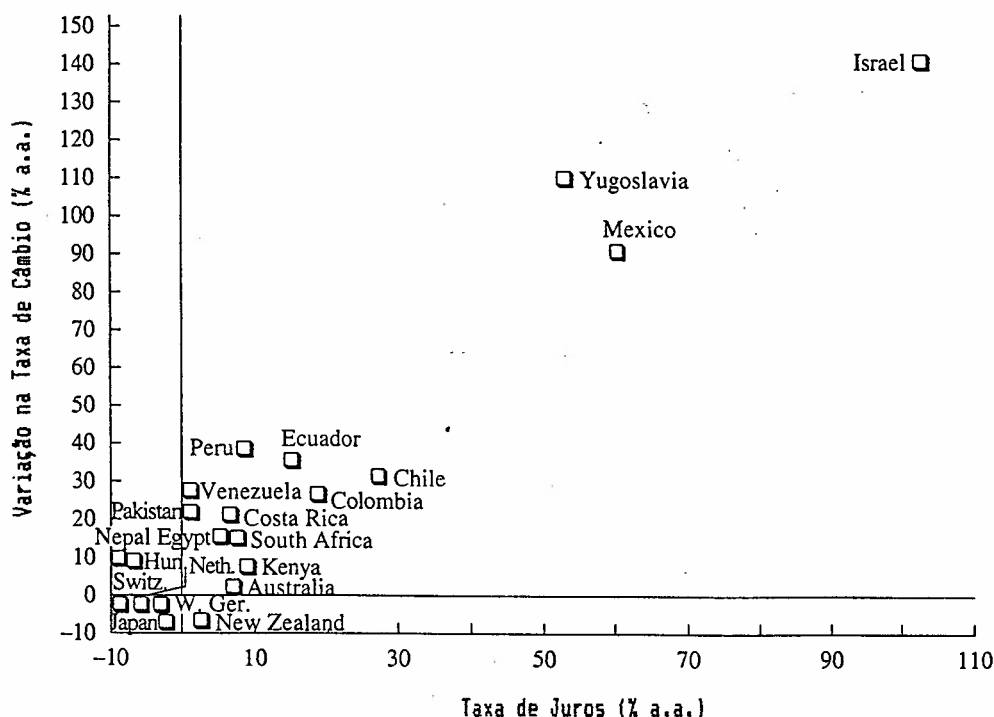


Figura F5.

Efeito Fisher Internacional: Dados Empíricos, 1982-1988.

Fonte: Shapiro (1992).

Além disso, conforme Shapiro (1992), a variação na taxa nominal de juros pode ocorrer em função tanto da variação na taxa real de juros, como da variação da taxa de inflação esperada. Dependendo de qual das duas variáveis ser o fator que causa a variação da taxa nominal de juros, o efeito da variação da taxa nominal de juros sobre a taxa de câmbio será exatamente oposto: o aumento na taxa real de juros aumenta a entrada de capital estrangeiro no país, aumentando a oferta de moeda estrangeira no mercado de câmbio, e diminui o valor da mesma; enquanto que o aumento na taxa de inflação aumenta a importação e diminui a exportação, diminuindo a oferta da moeda estrangeira, e, logo, aumenta o seu valor.

D. Paridade da Taxa de Juros

De acordo com Thornton (1989), existem dois tipos de testes da Paridade da Taxa de Juros. Um tipo consiste em testar se os mercados são eficientes, no sentido de eliminar todas as oportunidades de lucro através da arbitragem, fazendo com que a taxa a termo praticada seja igual a prevista pela paridade. O teste realizado por Clinton (1988) mostrou que os desvios acontecem freqüentemente, mas não persistem. Outro tipo de teste consiste em testar se, em média, as variáveis se comportam conforme a relação de paridade. Thornton (1989) realizou este segundo tipo de teste com os dados do Euromercado de 1979 a 1988, e encontrou evidências a favor da paridade, apesar dos desvios temporários.

A Paridade da Taxa de Juros é a única das cinco relações com todas as variáveis fixadas no presente e, não envolvendo incerteza, a relação é mais exata. Os Euromercados são livres de interferências governamentais e de impostos e, inclusive, Brealey e Myers (1988) e Shapiro (1992) comentam que os "traders" cotam as taxas de câmbio a termo a partir das diferenças em taxas nominais de juros entre duas moedas, de tal forma que não exista a possibilidade de arbitragem. Por outro lado, segundo estes autores, a paridade não é verificada entre os mercados monetários nacionais, por causa da existência de controle de capital, imposto de renda e custos de transação.

E. Paridade a Termo

Segundo Eiteman, Stonehill e Moffett (1992), o consenso tem crescido no sentido de rejeitar a hipótese da eficiência dos mercados de câmbio.

Levich (1981) encontrou resultados indicando que as taxas a termo são melhores do que as taxas previstas pelos serviços de previsão. Porém, Froot e Frankel (1989), entre outros, encontraram evidências que rejeitam a paridade, indicando a existência de prêmio pelo risco na taxa a termo. Além disso, Eiteman, Stonehill e Moffett (1992) indicam que o sucesso dos serviços de previsão das taxas de câmbio pode ser o indício de suas previsões serem melhores do que as do mercado.

Mellish (1993) observa que, em países da América Latina, com taxas de inflação e de juros mais altas do que as existentes nos países desenvolvidos, a depreciação da moeda local ocorre de forma tão estável no sentido de manter as paridades, que os movimentos das suas moedas são consideradas mais fáceis de serem previstas.

Desta forma, os estudos sobre as relações de paridade não são conclusivos. Marrinan (1989) até faz o seguinte comentário especificamente sobre o comportamento das taxas de câmbio:

"By now it may seem that the only thing we actually do know about exchange rate behavior is that we know very little."

As taxas de inflação, de juros e de câmbio, na prática, podem não se relacionar perfeitamente de acordo com as relações de paridade. Os desvios das relações de paridade significam que:

- o risco cambial é motivo de preocupação dos investidores e dos administradores de empresas;
- uma boa previsão das taxas de câmbio pode gerar retornos excedentes e, logo, o "*hedge*" cambial pode ter valor; e
- os mercados financeiros de diversos países podem apresentar desequilíbrios, praticando taxas reais de juros diferentes, ou seja, diferentes custos de capital para empresas.

4.2. Eficiência ou Não dos Mercados Financeiros Internacionais

Vimos, no capítulo 3, que um dos fatores que pode tornar a política financeira da empresa irrelevante para o custo de capital e para o valor da mesma é a eficiência dos mercados financeiros internacionais.

Para a análise desta questão na prática, veremos primeiro o fenômeno da globalização dos mercados financeiros, discutindo também as possíveis causas da segmentação e alguns indícios diretos de integração ou segmentação dos mercados tais como a correlação entre os mercados acionários. Em seguida, examinaremos os aspectos teóricos e empíricos da diversificação internacional de carteira pelos investidores. Discutiremos sobre os "IAPM's" elaborados para condições não totalmente ideais e

seus testes. Por último, destacaremos um caso particular na diferença no custo de capital entre países: a diferença entre Japão e E.U.A.

4.2.1. Globalização dos Mercados Financeiros

Notadamente, os mercados financeiros, hoje, estão se tornando globais. Conforme Eun (1991), a globalização dos mercados financeiros se iniciou com a desregulamentação dos mercados de capitais e de câmbio por parte dos governos de muitos países, como ocorreu na Grã Bretanha, em 1979, e no Japão, em 1980. Abken (1991) observa também que o fator principal neste processo tem sido o desenvolvimento de tecnologia em eletrônica e telecomunicação, que está instituindo os "mercados virtuais", formados através de redes de computadores e seus terminais, permitindo, inclusive, as negociações automatizadas por programas de computador, tornando obsoletos os mercados fisicamente estabelecidos.

Conforme Hamao e Jorion (1992), com a globalização, acredita-se, que os mercados financeiros estejam mais integrados. No entanto, os autores em geral acreditam também que a integração ainda não é perfeita e que os mercados financeiros ainda estejam segmentados, pelo menos parcialmente.

De acordo com Eiteman, Stonehill e Moffett (1992), a segmentação pode ser causada pelas restrições governamentais ou percepção do investidor. As restrições governamentais são

restrições provocadas, por exemplo, pela tributação discriminatória, o controle de capital e o controle de câmbio. A percepção do investidor é uma barreira psicológica que inibe a operação financeira internacional, tais como o alto custo ou a falta de informações precisas sobre oportunidades de investimento e de financiamento, as normas diferentes para relatórios das companhias, a falta de familiaridade com o mercado e instituições locais, a aversão a adquirir títulos das empresas estrangeiras, e o risco político e o risco cambial. Scarlata (1992) nota também que a globalização dos mercados financeiros ainda está frágil, na medida em que as operações financeiras seguem as regulamentações existentes em cada país; e, com isso, podem ocorrer problemas na liquidação das transações, aumentando o risco de "default".

Algumas evidências da segmentação dos mercados financeiros são diretas. Uma evidência está nas diferentes taxas de juros a curto prazo entre países, que vimos na seção 4.1.

Uma outra evidência é a baixa correlação entre os mercados acionários. Examinando as correlações entre os mercados de capitais de diferentes países através de índices do mercado acionário, nota-se que os movimentos dos preços das ações em diferentes países têm correlações baixas, embora certos eventos críticos, tais como os "crashes" de 1987 e de 1989 e a Guerra do Golfo de 1991, possam originar movimentos altamente correlacionados.⁵⁵

⁵⁵ "Crash" de outubro de 1987 tem sido analisado por Arshanapalli e Doukas (1993), Malliaris e Urrutia (1992), Roll (1988) e Siegel (1992), entre outros.

Alemanha					
Canadá					
Alemanha	x		E.U.A.		
Canadá	0,19	x		Grã-Bretanha	
E.U.A.	0,16	0,62	x		Japão
Grã-Bretanha	0,44	0,29	0,27	x	
Japão	0,37	0,15	0,13	0,36	x
México	0,04	-0,02	-0,01	0,02	0,06

Tabela T1.

Coeficiente de Correlação entre os Mercados Acionários no Mundo. Dados Empíricos, Abril de 1988 - Março de 1991.

Fonte: Roll (1992).

Por exemplo, os coeficientes de correlação entre os movimentos diários de índices de mercados acionários de vários países, de abril de 1988 a março de 1991, extraídos do estudo de Roll (1992), apresentados na tabela T1, mostram-se muito menores do que +1.⁵⁶

O estudo de Odier e Solnik (1993) indica também que as correlações na década de 80 continuaram baixas, seguindo as baixas correlações na década de 70, apesar da crescente globalização dos mercados financeiros.

⁵⁶ Ver também Eun e Resnick (1984, 1985). A questão da baixa correlação entre mercados financeiros nacionais é importante para o benefício da diversificação internacional de carteira, que veremos na seção seguinte.

4.2.2. Diversificação Internacional de Carteira

O investimento internacional é visto como uma estratégia de investimento cada vez mais adotada pelos investidores atualmente.⁵⁷

Teoricamente, a diversificação internacional aumenta o retorno em relação à diversificação restrita a um país, pois o conjunto de oportunidades de investimento será ampliado e alternativas com retornos mais altos do que os das existentes em um mercado nacional serão incluídos na carteira. Por exemplo, um estudo mostra que, de 1970 a 1991, a carteira de ações mundiais teve um retorno superior à carteira de ações nos E.U.A. em 0,75 % a.a., em média.⁵⁸

Simultaneamente, uma carteira diversificada internacionalmente pode ter um risco total menor do que uma carteira diversificada nacionalmente.

Quanto menor a correlação existente entre os títulos, menor será o risco da carteira. Assim, a diversificação de carteira pode diminuir o risco sem afetar o retorno esperado, melhorando o performance da carteira em termos do retorno esperado por risco assumido (performance risco-retorno).

⁵⁷ Ver, por exemplo, "Investidor Global: Ganhando Dinheiro em Tempos Turbulentos" (1993).

⁵⁸ O estudo é de Linda L. Tesar e Ingrid M. Werner da Universidade da Califórnia em Los Angeles, citado em "Investidor Global: Ganhando Dinheiro em Tempos Turbulentos" (1993).

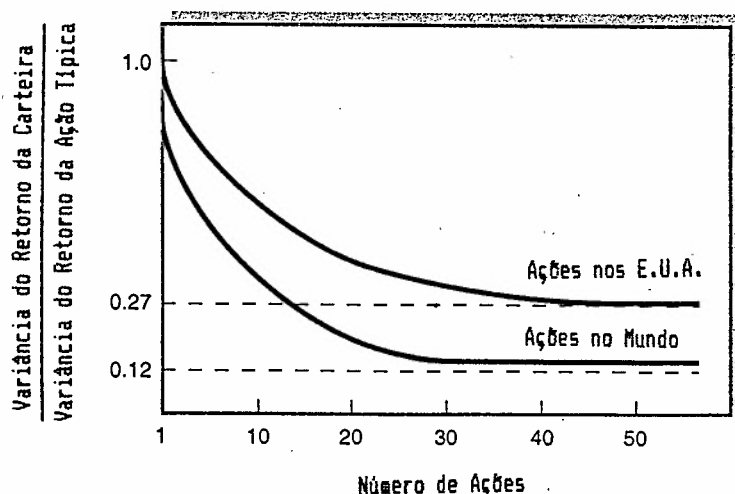


Figura F6.

Redução de Risco Total na Diversificação Internacional.

Fonte: Bruno Solnik (1974).

A menor correlação entre os títulos de diferentes países, como foi visto na subseção anterior, torna uma parte do risco sistemático no contexto nacional risco específico no contexto internacional. Por exemplo, Solnik (1974a) mostrou que o risco sistemático medido em 27 % do risco total médio dos títulos na carteira diversificada nacionalmente (E.U.A.) pôde ser reduzido para 11,7 % na carteira diversificada internacionalmente, conforme a figura F6.

Grubel (1968) foi o primeiro pesquisador a fazer análise do benefício da diversificação de carteira em termos de média e variância do retorno.

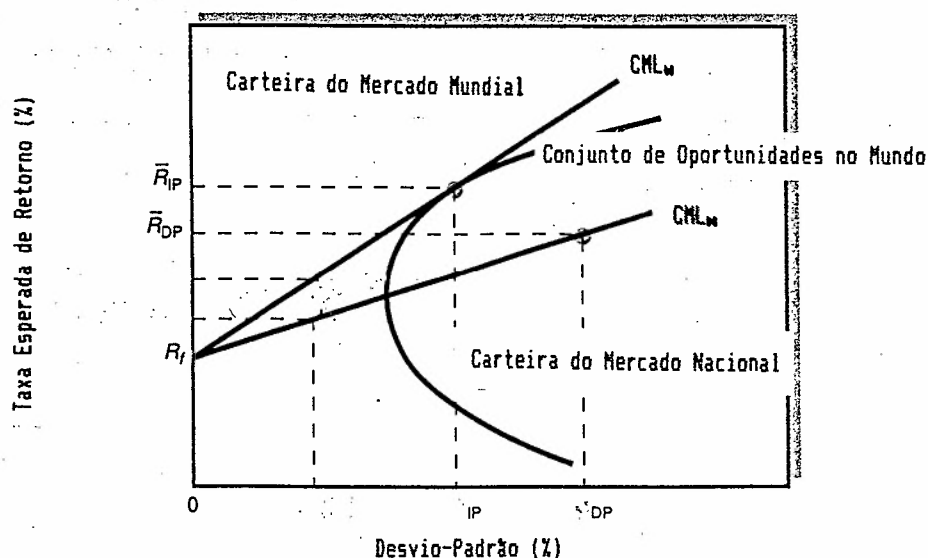


Figura F7.

CML na perspectiva mundial (CML_w) e CML na perspectiva nacional (CML_N).

Fonte: Eiteman, Stonehill e Moffett (1992).

Como está ilustrada na figura F7, com o aumento do conjunto de oportunidades de investimento a nível mundial, a linha CML mundial (CML_w) terá uma inclinação mais acentuada em relação a linha CML nacional (CML_N), que é do conjunto restrito a um mercado nacional, ou seja, a conciliação risco-retorno é melhor na diversificação internacional do que na diversificação nacional.

Os estudos similares mais recentes, como os de Logue (1982), Solnik e Noetzlin (1982), Levy e Lerman (1988), Thomas (1988,1989), Jorion (1989,1992) têm mostrado que a diversificação internacional, incluindo tanto as ações como as debêntures (bônus), resulta na melhoria da performance risco-

retorno (aumento do retorno esperado e redução do risco) em relação à diversificação restrita a um país.

Chamberlain, Cheung e Kwan (1990) mostram que a estratégia ativa de investimento pode resultar em desempenho superior à estratégia passiva. Eun e Resnik (1985) mostraram também que a carteira ótima varia de acordo com o país onde o investidor reside, refletindo inclusive o fato de que os investidores residentes em diferentes países usam diferentes moedas para medir os retornos. Adicionalmente, Hartmann e Khambata (1993) mostraram que os investidores residentes em países desenvolvidos podem melhorar a performance da carteira ao investirem em títulos dos mercados emergentes,⁵⁸ pois o seu retorno esperado é alto e, como o mercado é relativamente mais segmentado e menor correlacionado, a contribuição dos títulos na redução de risco da carteira é potencialmente grande, embora o risco total dos mesmos seja alto. Assim, em mercados segmentados, a carteira ótima não é a mesma para todos os investidores no mundo.

Apesar desta vantagem teórica da diversificação internacional, observa-se, na prática, um viés nacional na formação de carteira dos investidores, ou seja, os investidores investem a maior parte da carteira nos títulos nos seus países. Por exemplo, French e Poterba (1991) mostram que, em dezembro de 1989, as ações negociadas nos principais mercados no mundo pertenciam aos investidores locais nas percentagens de 92,2 %

⁵⁸ Segundo Hartmann e Khambata (1993), *International Financial Corporation* classifica como sendo mercados emergentes aqueles dos países em desenvolvimento com PNB per capita menor do que US\$ 7.620, em 1991, como Argentina (US\$ 2.780), Brasil (US\$ 2.920), Coreia do Sul (US\$ 6.340), México (US\$ 2.870) e Portugal (US\$5.620).

nos E.U.A., 95,7 % no Japão, 92 % no Reino Unido, 79 % na Alemanha e 89,4 % na França. French e Poterba explicam que este comportamento dos investidores parece ser decorrente da percepção individual e não das restrições governamentais, ou seja, os próprios investidores preferem investir em seu país a investir no exterior. Para Lessard (1991a), este fenômeno é um dos indícios da segmentação dos mercados financeiros.

4.2.3. "IAPM's"

A integração ou segmentação dos mercados afeta a precificação de ativos e, ao mesmo tempo, conforme Hamao e Jorion (1992), a rigor, a integração ou segmentação dos mercados de capitais deve ser verificada através de prêmios pelo risco em diferentes mercados, por meio de algum modelo de precificação.

Por exemplo, conforme Stehle (1977), nos moldes de CAPM's, se os mercados são integrados, o risco sistemático é avaliado em relação à carteira do mercado mundial; enquanto que, se o mercado financeiro de um país for eficiente localmente, mas ser segmentado internacionalmente, o risco sistemático de um investimento é avaliado em relação à carteira do mercado nacional.⁶⁰

⁶⁰ Conforme Rodriguez e Carter (1984), se o mercado não é eficiente nem localmente, o risco relevante não é o risco sistemático, e a determinação teórica do custo de capital não é possível.

Lessard (1991a) comenta que a definição do "ideal" que representa a integração dos mercados é um problema complexo, na medida em que:

- as taxas de inflação são diferentes entre países e não são compensadas pelas variações nas taxas de câmbio (desvio do PPC); e
- as cestas de consumo entre países são diferentes.

Além destes dois problemas, Stultz (1985) cita as barreiras para investimento internacional, tornando as oportunidades de investimento a que os investidores têm acesso serem diferentes, como outro fator que dificulta o desenvolvimento de um modelo de precificação internacional de ativos.⁶¹

Incorporando estes fatores, versões mais complexas de IAPM's do que aquela apresentada na seção 3.3 têm sido desenvolvidas, entre as quais se destacam: Solnik (1974b) e Grauer, Litzenberger e Stehle (1976), levando em consideração o risco cambial; Stultz (1981b), levando em consideração as diferenças nas cestas de consumo; e Black (1974), Stultz (1981a), Errunza e Losq (1985, 1989), e Alexander, Eun e Janakiraman (1986), levando em consideração as barreiras no fluxo de capital.

As evidências da integração ou segmentação dos mercados financeiros obtidas em testes feitos com os IAPM's, usando amostras e períodos diferentes, são mistas. Stehle (1977) não

⁶¹ O IAPM visto na seção 3.3 supõe a validade da PPC, as cestas de consumo idênticas entre diferentes países e os mercados financeiros integrados.

pôde concluir entre uma e outra hipótese. Solnik (1974b) e Wheatley (1988) não puderam rejeitar a hipótese da integração. Errunza e Losq (1985a) encontraram uma evidência não inconsistente com a hipótese da segmentação. Jorion e Schwartz (1986) rejeitaram a integração. Errunza, Losq e Padmanabhan (1992) encontraram evidências dos mercados estarem em um estado intermediário entre os dois extremos - perfeitamente integrados e completamente segmentados.⁶²

Desta forma, não há até agora evidências suficientes da eficiência internacional dos mercados de capitais, embora, certamente, não estejam completamente segmentados; e não se sabe ainda qual é a carteira do mercado relevante para a precificação de títulos por um IAPM: nacional ou mundial.⁶³

Se os mercados de capitais estão segmentados, os preços dos títulos podem ser diferentes em diferentes países. Então, as empresas podem ter os custos de capital diferentes para as mesmas atividades e podem reduzir o custo de capital através da captação de recursos em mercados onde os seus títulos têm o maior preço.

⁶² A observação feita por Roll (1977), para os testes com os CAPM's, de que um resultado rejeitando a eficiência dos mercados não invalida a eficiência do mercado, em função do teste empírico ser, simultaneamente, da eficiência do mercado e do modelo adotado, foi feita por Solnik (1977) para os testes de IAPM's. Além de IAPM's, outros modelos estão sendo desenvolvidos e testados. Um deles é o "International Arbitrage Pricing Theory" (IAPT) de Solnik (1983). O teste de Cho, Eun e Senbet (1986), usando o IAPT, porrejeitou a hipótese da integração dos mercados financeiros.

⁶³ Jorion e Shwartz (1986) comentam que a segmentação, pode ser por tipo e porte da empresa, em vez de ser por país, isto é, para as grandes empresas que já têm títulos negociados internacionalmente, os mercados estão integrados; entretanto, para as pequenas empresas, os mercados estão segmentados.

4.2.4. Diferença no Custo de Capital entre Japão e EUA

Nos assuntos de custo de capital para empresas no mundo, a diferença no custo de capital entre Japão e os EUA tem sido muito discutida, em parte, por causa da guerra comercial entre estes dois países. As diferenças encontradas por estudos variam de 1,5% a 6,5% ao ano, em média, da década de 60 à 80, favorecendo as empresas japonesas em relação às americanas.⁶⁴ As razões mais citadas desta vantagem no custo de capital do Japão em relação aos EUA tem sido a visão a longo prazo dos japoneses e a visão a curto prazo dos americanos e o alto índice P/L (Preço/Lucro) no Japão, além das baixas taxas de juros e do alto grau de alavancagem financeira no Japão.⁶⁵ Porém, existem também autores que apresentam o ponto de vista de que, na verdade, as razões acima não são corretas e que os custos de capital não são muito diferentes nos dois países.

Argumenta-se que, os americanos têm uma visão a curto prazo, pois, nos E.U.A., o capital move de uma alternativa de investimento para outra com muita facilidade, em busca de maiores retornos a curto prazo.⁶⁶

⁶⁴ Kester e Luherman (1992) citam cinco estudos acadêmicos que encontraram números diferentes para períodos de tempo diferentes de 1961 a 1988. Um deles é o de Friend e Tokutsu (1987).

⁶⁵ O fato de as empresas japonesas terem um grau de alavancagem financeira maior do que as empresas americanas permite o aproveitamento do menor custo de capital dos recursos de terceiros, diminuindo o custo de capital médio ponderado. A questão da alavancagem financeira será tratada na seção 4.3.

⁶⁶ Porter (1992) culpa as falhas do sistema financeiro americano em canalizar o capital aos investimentos necessários para tornar saudável e competitiva a economia da nação, ao, por exemplo, dar ênfase no lucro a curto prazo e dar preferência à redistribuição de ativos existentes através de *takeovers*, ao invés de investimento em novos ativos.

Autores como Lowenstein (1991) e Shiller (1992)⁶⁷ consideram que a própria teoria financeira desenvolvida nos EUA (e na Grã Bretanha, ou seja, na cultura Anglo-Saxônica) tem uma visão a curto prazo, pois a mesma considera que o que importa a um indivíduo é somente caixa e a alocação eficiente de recursos é obtida com a venda e compra rápida de títulos.⁶⁸ Em contraste, o capital no Japão é "paciente", com os investidores fazendo o chamado "*relationship investing*", em que os investidores mantêm um relacionamento próximo com a empresa, buscando resultados a longo prazo.⁶⁹ Os investidores com uma visão a longo prazo não se importam com um baixo retorno a curto prazo, reduzindo o custo de capital para as empresas.⁷⁰ Porém, autores como McConnell e Muscarella (1985) argumentam também que a hipótese da eficiência dos mercados indica que os mercados não podem ser iludidos, embora os administradores possam ter uma visão a curto prazo.

⁶⁷ Lowenstein (1991) e Shiller (1992) são citados em Nichols (1993).

⁶⁸ Conforme Miller (1988), uma empresa é como uma "caixa preta", que obtém caixa dos investidores no presente e promete transformá-lo em maior caixa no futuro. O que importa aos investidores em uma empresa é somente caixa que eles irão receber da mesma no futuro; o que existe dentro da "caixa preta" não tem importância.

⁶⁹ Pennar (1986) havia chamado a atenção da visão a curto prazo e a falta de "*patient capital*" no sistema financeiro americano; e Bobrzynski (1993) mostra alguns indícios de alteração no comportamento dos investidores americanos, que agora procuram fazer o "*relationship investing*".

⁷⁰ De acordo com Baldwin (1986), este capital com o custo intencionalmente reduzido não é subsídio e sim uma especulação, que permite alto investimento em pesquisas e desenvolvimento e esforços de Marketing. Se a especulação é bem sucedida, o investimento gerará altos retornos no futuro.

As ações no Japão são caracterizadas pelos altos índices P/L. French e Poterba (1989) mostra que, desde 1972, o índice P/L representativo das empresas japonesas foi em geral superior a 20, enquanto que o índice representativo das empresas americanas foi inferior a 20. Na segunda metade da década de 80, o índice P/L no Japão chegou a superar 50, sendo três a quatro vezes maior do que o índice nos EUA.⁷¹

O índice P/L pode ser interpretado como o inverso da diferença entre o custo de capital de ações (k_E) e a taxa de crescimento do lucro (g), isto é:

$$\frac{P}{L} = \frac{1}{k_E - g}$$

Então, um alto índice P/L pode ser decorrente do baixo custo de capital.

Neste aspecto, um contra-argumento é de que o índice P/L não pode ser associado diretamente ao custo de capital (k), pois existe a possibilidade do índice P/L ser alto devido à alta taxa de crescimento do lucro (g) no Japão. Além disso, o alto índice P/L no Japão em relação ao nos E.U.A. pode ser decorrente do problema de sua mensuração. Por exemplo, French e Poterba (1989) apresenta a não consideração do lucro das subsidiárias, dedução de reservas especiais e maior depreciação no Japão como os motivos que aumentam contabilmente o índice P/L, sem implicações econômicas reais.

⁷¹ O estudo de French e Poterba (1989) é citado em Frankel (1991), que realizou uma revisão de literatura.

As taxas de juros podem ser menores no Japão do que nos E.U.A. em parte devido ao sistema bancário. Conforme Genay (1991) e Kim (1991), no Japão, existe o sistema "*Main Bank*", em que um grande banco comercial possui parte do capital próprio das companhias, e participa da administração e, conseqüentemente, têm acesso mais fácil às informações da empresa, diminuindo a assimetria informacional. Enquanto que, nos E.U.A., os bancos comerciais são proibidos de participar no capital de empresas do setor produtivo e, então, os bancos percebem um grau de risco maior das empresas.

Rutterford (1985) nota também que esta diferença de custo de capital pode ser explicada pelos "*agency costs*". Por causa de uma relação muito próxima entre os bancos e empresas, no Japão (e também na Alemanha e na França) as empresas têm baixo "*agency costs*" da dívida; enquanto que nos E.U.A. (e na Grã Bretanha), as empresas têm baixo "*agency costs*" das ações. Este fato explica também o alto desenvolvimento de mercado acionário nos E.U.A e na Inglaterra em relação a outros países.

As evidências recentes são de que os custos de capital nos dois países vêm convergindo. Alguns indícios da convergência das taxas de juros foram vistos na seção 4.1. Kester e Luehrman (1992), mostrando que as diferenças no custo de capital nos dois países, na verdade, foram ocasionais e, em média, tanto a taxa livre de risco como o prêmio pelo risco têm sido iguais nos dois países, e argumentam que os administradores acreditam falsamente na desvantagem no custo de capital nos E.U.A., em parte devido aos resultados dos estudos que não consideram as diferenças institucionais nos dois países.

Gultekin, Gultekin e Penati (1989) encontraram também o mesmo nível de custo de capital no Japão e nos E.U.A., depois de 1980, quando Japão eliminou o controle de capital. Frankel (1991) indica que a maior liberdade dada ao fluxo de capital, com a liberalização do mercado financeiro no Japão, reduziu a diferença no custo de capital entre Japão e os E.U.A. na década de 80, e acelerou o processo que está gradualmente tornando as decisões financeiras nas empresas mais orientadas ao mercado, de tal forma que as empresas afiliadas ao sistema "Main Bank" não tenham privilégios em relação às empresas não-afiliadas. Além disso, segundo o autor, o aumento nas taxas de juros e o colapso no mercado acionário japonês em 1990 tornou o custo de capital no Japão tão alto quanto ao dos E.U.A..

4.3. Efeito da Política Financeira no Custo de Capital e no Valor da Empresa em Mercados Financeiros Imperfeitos e Incompletos

Nas duas seções anteriores, vimos que as paridades podem não se verificar na realidade e que os mercados financeiros podem estar segmentados, praticando custos de capital diferentes. Se há desvios de paridade e se os mercados financeiros estão segmentados, existem possibilidades para que a política financeira da empresa seja relevante para o custo de capital e para o valor da mesma.

As possibilidades no caso de empresas multinacionais estão associadas aos fatores do ambiente internacional, a saber:

- Segmentação dos mercados financeiros;
- Disponibilidade de capital
- Risco cambial;
- Risco político;
- Imposto de renda;
- Evidenciação contábil ("Disclosure"); e
- Ambiente financeiro local das subsidiárias.

Estes assuntos serão discutidos considerando também os fatores ligados à empresa como os custos de falência e "*agency costs*".⁷²

4.3.1. Segmentação dos Mercados Financeiros

Conforme Adler e Dumas (1983), se os mercados estão segmentados, as empresas podem criar valor, tomando as medidas que reduzem a segmentação.

As medidas podem ser:

- (A) Diversificação internacional da empresa; e
- (B) Acesso aos mercados financeiros internacionais.

⁷² Lee e Kwok (1988) separam o efeito dos fatores do ambiente do efeito dos fatores ligados à empresa. Os fatores do ambiente internacional (risco cambial, risco político, etc.) podem influenciar a estrutura de capital também indiretamente através dos seus efeitos sobre os fatores ligados à empresa ("*agency costs*" e custos de falência).

A. Diversificação Internacional da Empresa

Conforme Madura (1989), em mercados financeiros segmentados, a diversificação internacional da empresa pode reduzir o custo de capital da empresa por dois motivos:

(A1) Ações da matriz funcionando como um meio indireto de diversificação internacional da carteira; e

(A2) Aumento da estrutura ótima de capital.

(A1) Ações de Empresas Multinacionais como

Meio Indireto de Diversificação Internacional da Carteira⁷³

Conforme Stapleton e Subrahmanyam (1977) e Errunza e Senbet (1981,1984), a segmentação dos mercados financeiros pode ter o efeito de tornar a diversificação internacional da empresa uma política financeira que cria valor, pois, assim, a empresa presta um serviço de intermediação financeira que diminui a segmentação.

Em mercados de capitais não completamente integrados, um investimento direto em um projeto no exterior que os investidores não tem acesso pode aumentar o retorno e reduzir o risco da carteira de investimento dos investidores. Desta forma, teoricamente, as ações de uma empresa multinacional podem

⁷³ As referências básicas são: Choi (1989), Errunza e Senbet (1981,1984), Madura e Whyte (1990), Mathur e Hanagan (1983). Conforme Shaked (1986), a teoria sobre a diversificação internacional é semelhante à teoria de diversificação no contexto nacional. Ver, por exemplo, Van Horne (1992), sobre o caso das fusões e aquisições.

funcionar como "*proxy*" da diversificação internacional de carteira, conforme Jacquillat e Solnik (1978).

Neste aspecto, Rodriguez e Carter (1984) relacionam os seguintes motivos para que a diversificação internacional de empresas seja mais eficiente do que a diversificação internacional de carteira dos investidores: as empresas podem ter acesso aos projetos em países onde os mercados de capitais são pouco desenvolvidos; as empresas podem reunir informações a respeito de oportunidades nos negócios da empresa que dificilmente os investidores conseguem; e as empresas podem formar carteiras de projetos em formas que investidores individuais não podem, por exemplo, projeto com impostos especiais e acordos de remessas de capital com governos, projeto na forma de "*joint-ventures*" com parceiros locais, e projeto integrado com outros projetos em outros países.

Além disso, Lewellen (1971) argumenta que, na diversificação de carteira dos credores, o risco de falência de cada empresa não se altera, enquanto que, na diversificação de empresas, há uma redução no risco de falência de cada empresa, pois a diversificação reduz a variabilidade dos fluxos de caixa operacionais e aumenta a capacidade de atender aos compromissos de pagamentos fixos. Da mesma forma, conforme Shapiro (1978), a diversificação internacional pode reduzir o risco de falência da empresa. Na existência dos custos de falência, a redução da probabilidade de falência pela diversificação internacional da empresa resulta na diminuição dos custos de falência esperados, e isso contribui também na redução do custo de capital.

Os resultados dos estudos empíricos não têm sido conclusivos.

Por exemplo, Agmon e Lessard (1977) encontraram evidências de que quanto maior o envolvimento em negócios internacionais, o risco sistemático (β) da empresa é menor. Fatemi (1984) também encontrou resultados em que as empresas multinacionais têm risco sistemático menor do que as empresas puramente nacionais, embora as duas classes de empresas forneçam os mesmos retornos aos acionistas. O estudo de Shaked (1986) também mostrou um menor nível de risco para as empresas multinacionais em relação às empresas nacionais, em termos do risco total como do risco sistemático.

No estudo de Jacquillat e Solnik (1978), o risco sistemático encontrado para as empresas multinacionais não foi diferente do risco das empresas nacionais, e concluíram que, embora empresas multinacionais forneçam de fato alguma diversificação para investidores, as suas ações são péssimas alternativas à diversificação internacional de carteira de títulos.

Resumindo os estudos, Shapiro (1992) comenta que a diversificação internacional da empresa pode não reduzir o custo de capital da empresa; porém, nenhum estudo indica que o custo de capital é maior para empresas multinacionais do que o de empresas nacionais.

(A2) Efeito da Diversificação Internacional da Empresa
na Estrutura de Capital

Outro efeito da diversificação está na possibilidade de as empresas multinacionais terem um maior grau de alavancagem financeira do que as empresas nacionais.

Lewellen (1971) argumenta que, na fusão de duas empresas, ocorre uma "sinergia financeira", com o aumento da capacidade de endividamento da entidade resultante em relação a capacidade individual de cada empresa antes da fusão.⁷⁴ Da mesma forma, conforme Shapiro (1978), a diversificação internacional pode reduzir o risco de falência da empresa e aumentar a capacidade de endividamento da empresa.

Se as debêntures têm um custo mais baixo do que as ações, em função também do efeito do imposto de renda, o custo de capital médio ponderado pode ser reduzido com um maior endividamento e a estrutura ótima de capital, nesse caso, corresponde a um nível de endividamento maior.

Contrariando este efeito da diversificação internacional da empresa, Shaked (1986) e Lee e Kwok (1988) encontraram evidências empíricas indicando que o nível de endividamento das empresas multinacionais é menor do que o das empresas nacionais.

⁷⁴ Brealey e Myers (1988) define a capacidade de endividamento de uma empresa como o montante a que a empresa pode decidir se endividar.

No estudo de Lee e Kwok (1988), o risco de falência encontrado foi praticamente o mesmo entre as empresas multinacionais e as nacionais; mas os "*agency costs*" eram maiores para empresas multinacionais. A complexidade das operações internacionais pode aumentar os "*agency costs*" da dívida das empresas multinacionais em relação as empresas nacionais, em função da maior dificuldade em monitorar e incentivar os administradores.⁷⁵ Um maior "*agency costs*" pode diminuir o nível de endividamento ótimo, como vimos na seção 2.2.

B. Acesso aos Mercados Financeiros Internacionais

A captação internacional de recursos é muito comum hoje. As empresas têm acesso aos principais mercados de capitais nacionais e internacionais, como "*Eurocurrencies*", "*Eurobonds*" e "*Euroequities*".

Em mercados segmentados, fontes de recursos com custos inferiores a outras de características semelhantes podem existir, não só em termos de desvios de paridade como em termos de prêmio pelo risco. Como notado por Baldwin (1986), as empresas multinacionais, que têm acesso aos vários mercados nacionais e com a rede internacional de informação criada por suas unidades operacionais, têm maiores chances de encontrar tais oportunidades.

⁷⁵ Além da complexidade maior nas operações internacionais, Lee e Kwok (1988) apontam o risco político e as imperfeições dos mercados de produtos como fatores que aumentam os "*agency costs*". Estes dois fatores serão tratados na subseção 4.3.4.

Errunza e Senbet (1981) notam que, havendo barreiras para o investimento internacional, os mercados financeiros nacionais se tornam incompletos e o teorema de MM não se aplica. Os investidores podem pagar um prêmio adicional às oportunidades de investimento com características ainda não existentes no mercado, ou seja, o custo de capital pode se tornar menor para a empresa.

De acordo com Stapleton e Subrahmanyam (1977), Errunza e Losq (1985) e Alexander, Eun e Janakiraman (1987), a listagem internacional da ação pode reduzir o grau de segmentação dos mercados e, conseqüentemente, aumentar o preço de equilíbrio e/ou reduzir retornos esperados, reduzindo o custo de capital da empresa.⁷⁶ Um exemplo é o caso de Novo Industri, uma empresa dinamarquesa, que reduziu seu custo de capital ao internacionalizar suas fontes de recursos, relatado por Stonehill e Dullum (1982).⁷⁷

As evidências empíricas do efeito da listagem internacional de títulos são mistas.

Howe e Kelm (1987) encontraram resultados que indicam a redução de retorno de ações no mercado nacional com a listagem

⁷⁶ Como Hamao e Jorion (1992) notam, quando um mesmo ativo é negociado em dois mercados, a integração dos mercados pode ser testado diretamente. Vimos, na seção 3.2, que, se os mercados estão integrados, os preços devem ser iguais nos dois mercados, e a listagem de títulos no exterior não teria nenhum efeito. Porém, se os mercados estão segmentados, os preços dos títulos podem ser diferentes em diferentes mercados.

⁷⁷ O caso de Novo Industri é mencionado também em Eiteman, Stonehill e Moffett (1992), capítulo 14, e Shapiro (1992), capítulo 19.

das mesmas no exterior. Porém, Alexander, Eun e Janakiramanan (1988) não encontraram nenhuma evidência no aumento de preços de ações com a listagem internacional.

Uma nova emissão de títulos é normalmente feita simultaneamente no mercado nacional e no mercado internacional, dividindo os títulos em "*tranches*". O estudo de Marr, Trimbk e Varma (1991) indica que preço da ação diminui após o anúncio da emissão, mas esta reação negativa no preço é proporcionalmente menor, quanto maior a proporção da "*tranche*" no exterior; e concluíram, então, que existe benefício na captação externa de recursos.

Jayaraman, Shastri e Tandon (1993), estudando o caso de ADR's, concluíram que a listagem internacional aumenta o retorno esperado das ações no dia da listagem.

Assim, os estudos de listagem internacional de títulos não são conclusivos a respeito da integração ou segmentação dos mercados financeiros, não permitindo afirmar que existe o benefício na listagem internacional de títulos.

Na listagem internacional, as empresas multinacionais, conhecidas pelas suas atividades no país do investidor, podem ter maior facilidade em ter seus títulos precificados internacionalmente do que as empresas nacionais. Saudagaran (1988) mostra que as empresas de maior porte, com maior envolvimento em negócios internacionais têm tido maior acesso aos mercados internacionais.

4.3.2. Disponibilidade de Capital

Conforme Eiteman, Stonehill e Moffett (1992), em mercados financeiros não completamente integrados, as empresas multinacionais podem ter uma maior disponibilidade de capital do que as empresas nacionais e, com isso, reduzir o custo de capital.⁷⁸

A disponibilidade de capital é normalmente maior para as empresas multinacionais do que empresas nacionais, pois as primeiras têm acesso aos vários mercados de capitais nacionais dos países em que se localizam suas subsidiárias, e têm a capacidade de transferir recursos com o seu sistema financeiro interno e contornar as restrições de crédito em um determinado país, enquanto que as últimas tendem a ficar limitadas aos seus mercados nacionais.

As grandes instituições financeiras são também multinacionais e podem preferir fazer negócios com as empresas multinacionais do que empresas nacionais, dando-lhes tratamentos preferenciais. Estas instituições vinculadas à empresa podem também facilitar a contornar as barreiras para o fluxo de capital. Por exemplo, na operação "back to back", os recursos gerados em uma unidade localizada em um país com restrição de transferência de capital para o exterior podem ser aplicados a

⁷⁸ A facilidade de acesso aos mercados e capitais pode ser, em parte, em função do porte da empresa, como argumentado por Levy e Sarnat (1970). Porém, não trataremos deste fator.

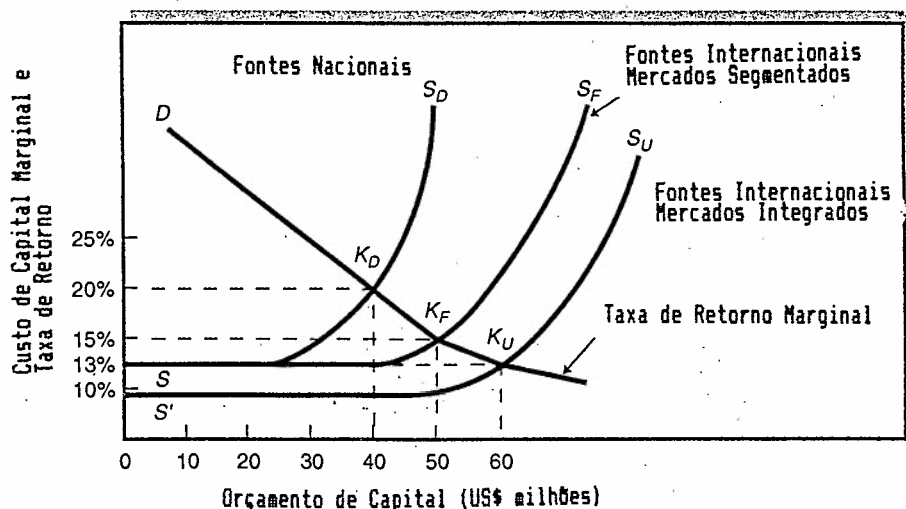


Figura F8.

Efeito da Disponibilidade de Capital no Custo de Capital.

Fonte: Eiteman, Stonehill e Moffett (1992).

longo prazo na filial local da instituição financeira, em troca de um empréstimo a uma unidade localizada em um outro país, concedida pela filial da instituição financeira nesse país.

Em uma empresa, o custo de capital marginal aumenta na medida em que busca mais recursos no mercado para financiar projetos.⁷⁹ A maior disponibilidade de capital torna possível diminuir o custo de capital marginal da empresa, conforme a figura F8.

⁷⁹ Conforme Eiteman, Stonehill e Moffett (1992), a disponibilidade de capital para uma empresa está limitada pela liquidez do mercado a curto prazo (a extensão a que uma empresa pode emitir novos títulos sem pressionar o preço de mercado para baixo).

Além disso, a maior disponibilidade de capital permite uma empresa multinacional a manter o grau de endividamento no nível desejado, até mesmo quando montantes significativos de novos recursos devem ser levantados. Assim, a empresa pode financiar seus projetos, mantendo a sua estrutura ótima de capital e sem aumentar o custo marginal de capital. Em comparação, as empresas que têm disponibilidade de capital limitada só podem financiar seus projetos contraindo dívidas acima do seu nível de alavancagem ótima, sendo obrigado a captar recursos de terceiros com custos crescentes.

4.3.3. Risco Cambial

Havendo desvios da PPC, o risco cambial aumenta o risco do investimento, aumentando a taxa requerida de retorno do mesmo. Então, uma questão que surge na diversificação de carteira é se a redução de risco pelo efeito da diversificação é maior do que o aumento de risco pelo risco cambial.

A este respeito, Solnik (1991) indica três razões do risco cambial não ser um motivo para inibir a diversificação internacional de carteira:

- baixa correlação entre a variação cambial e o movimento dos mercados de capitais;
- diversificação de uma parte do risco cambial através do "coquetel de moedas"; e
- possibilidade de fazer o "*hedge*" cambial.

Soenen (1988) também mostra evidências empíricas de que a diversificação de moedas reduz o risco cambial eficientemente, com baixo custo.

Porém, Adler e Dumas (1983) demonstra que o risco cambial não pode ser totalmente diversificado, se houver algum componente de variação cambial real, por exemplo, em função dos desvios do PPC, das interferências do governo ou das diferenças internacionais nas cestas de consumo. Neste sentido, Eun e Resnik (1988) encontraram evidências de que, em geral, as moedas estrangeiras variam na mesma direção em relação a uma moeda nacional, tornando alta a correlação dos seus movimentos e, então, uma boa parte do risco cambial, sistemático, não diversificável.

Para o "*hedge*" do risco cambial, existem as técnicas do mercado financeiro. As técnicas tradicionais de "*hedge*" são o uso dos contratos a termo no mercado de câmbio ou a operação de "*hedge* sintetizada" no mercado monetário; e as técnicas inovadoras são as operações com o contrato de opção, com o contrato futuro, ou com o "*swap*" de moedas.⁸⁰ Porém, segundo Odier e Solnik (1993), não existe uma fórmula fácil para decidir se toma medidas de "*hedge*" cambial e quanto de exposição cobrir.

⁸⁰ Ver as técnicas, por exemplo, em Grabbe (1991). Conforme Rodriguez e Carter (1984), estas estratégias de "*hedge*" são ativas, baseadas na não eficiência dos mercados financeiros, ou seja, no fato de que certas pessoas são capazes de fazer previsões consistentemente superiores às do mercado. A administração do risco cambial pode ser passiva, baseada na eficiência dos mercados financeiros, ou seja, no fato de que ninguém é capaz de fazer previsões mais precisas do que a previsão do mercado e obter, consistentemente, ganhos acima da média. Assim, a princípio, as estratégias passivas não resultam em nenhum benefício aos investidores.

Comparando a administração do risco cambial pela empresa e a administração do risco por conta do investidor, Mathur e Hanagan (1983) argumentam que a empresa está em melhores condições para tomar as medidas de proteção contra risco cambial do que investidores. A empresa é capaz de conseguir condições favoráveis do que investidores individuais e os administradores têm maiores conhecimentos da exposição ao risco cambial da empresa do que os investidores.

O "*hedge*" do risco cambial da empresa pode ser feito pela seleção adequada da moeda de denominação dos empréstimos e financiamentos. Dufey e Giddy (1978) sugerem a política de "casar" as moedas de denominação e os instantes de ocorrência de pagamentos dos empréstimos com as moedas e os instantes de ocorrência dos fluxos de caixa operacionais gerados pelas operações da empresa. Esta medida faz com que a variação inesperada nos retornos sobre os ativos seja compensada pela variação nos custos das obrigações.

No caso dos fluxos de caixa operacionais já contratados, a medida envolve "casar" as posições líquidas positivas (influxo líquido) em cada moeda com um empréstimo na mesma moeda com a maturidade similar. Porém, os fluxos operacionais futuros das operações são incertos. Assim, embora forneça uma orientação clara para ser seguida, o "*hedge*", além de não ser perfeito, pode resultar em cobertura de exposições ao risco cambial que não surge e, conseqüentemente, torna-se ele mesmo uma exposição ao risco cambial. Logo, o uso de "*hedge*" pode ser limitado pela falta de capacidade de prever fluxos operacionais futuros.

Segundo Rodriguez e Carter (1984), se os mercados financeiros fossem eficientes, os custos de capital em diferentes moedas seriam equivalentes, então, a técnica de "casar" a exposição ao risco cambial e o financiamento não tem nenhum custo. Entretanto, em mercados financeiros segmentados, uma fonte de recursos em uma moeda pode custar mais do que a outra em outra moeda. Neste caso, deverá ser feita uma conciliação entre a redução de risco e a minimização do custo de capital. Em particular, se a empresa tiver capacidade de previsão das taxas de câmbio superior ao de mercado, a decisão poderá resultar em retornos excedentes.

Shapiro (1992) e Lessard (1991b) enfatizam que as técnicas de "*hedge*" tendem a focalizar as exposições que levam às perdas cambiais dos fluxos de caixa operacionais já contratados e deixar de lado o impacto das variações cambiais sobre os fluxos de caixa das operações a longo prazo. O risco cambial operacional deve ser administrado, na verdade, nas decisões operacionais.⁸¹

⁸¹ Um caso recente de maior destaque do efeito da variação cambial nas decisões operacionais de empresas é o caso das empresas japonesas, que tiveram o Yen apreciado de 360 Yenes/US\$ a 200 Yenes/US\$ durante a década de 70, daí a 120 Yenes/US\$ no final da década de 80, e chegou a ser cotado próximo a 100 Yenes/US\$ em 1993, valorizando-se em mais de 200% somente em duas décadas. A apreciação da moeda local reduz as vendas dos produtos no exterior e, conseqüentemente, os lucros das empresas. Como medidas da apreciação de Yen nos meados de 80, as empresas transferiram as fábricas ao exterior, principalmente no Sudoeste da Ásia, onde tem baixos custos de mão-de-obra, e daí exportar aos E.U.A. e Europa. As indústrias automobilísticas japonesas instalaram fábricas nos E.U.A. e na Europa. E, agora, com maior apreciação, as fabricantes estão reduzindo a produção no Japão e estão até importando os automóveis fabricados nas suas fábricas nos E.U.A. ao Japão.

Neste contexto, conforme Shapiro (1992), a diversificação internacional pode reduzir o risco cambial da empresa. A empresa diversificada está posicionada de modo que possa reconhecer e levar vantagem de uma situação de desequilíbrio nas taxas de câmbio e fazer ajustes operacionais. Além disso, a variabilidade dos fluxos de caixa será reduzida, pois as variações cambiais aumentarão a competitividade da empresa em alguns países enquanto reduzem em outros.

Os ajustes operacionais, como as estratégias de marketing e de produção levam tempo para serem implantadas da forma efetiva. As medidas financeiras, como as técnicas de "*hedge*" podem ser tomadas, então, para minimizar o impacto do risco cambial durante o tempo em que estes ajustes são colocados em prática. O risco cambial pode ser parcial e temporariamente administrado com as medidas de "*hedge*".

4.3.4. Risco Político

O risco político é outro fator que pode tornar a política financeira de uma empresa relevante para o custo de capital e para o seu valor.

O risco político pode ser definido como a variabilidade do retorno de investimento, causada por alterações não esperadas no ambiente político do investimento.

A princípio, o risco político está associado ao conflito de interesses entre os investidores ou seus países de origem, e os países-hospedeiros de investimentos. Segundo Eiteman, Stonehill e Moffett (1992), os problemas nas relações internacionais, envolvendo um terceiro país, o conflito entre as forças políticas internas de um país, ocasionando incerteza com relação a continuidade do governo atual no poder, e os custos associados à corrupção também fazem parte do risco político.

Os riscos políticos podem afetar a propriedade ou as operações da empresa. Os riscos que afetam a propriedade surgem na forma de confisco, expropriação e nacionalização.⁸² Entre os riscos que afetam as operações, existem as práticas discriminatórias, restrições operacionais e outras formas de intervenção do governo, tais como controle de preços, desvantagens nas tarifas e impostos, controle cambial, restrição de remessa de capital e bloqueio de recursos, atribuídos especificamente aos estrangeiros ou não-residentes do país, que podem reduzir o retorno do investimento.

A tendência atual no mundo é a redução do risco político. Conforme Dunning (1993), nos últimos vinte anos, a relação entre o governo de país-hospedeiro e empresas multinacionais tem mudado de uma relação de antagonismo e confronto a uma relação de cooperação. Com exceção de setores estratégicos, como rádio e TV e defesa, os governos mostram interesses por investimentos

⁸² O confisco é diferente da expropriação, pois, no primeiro, não há a compensação dada pelo governo aos proprietários do ativo, enquanto que, na segunda, existe. A nacionalização torna as empresas privadas em empresas estatais, e ocorre normalmente em indústrias dominadas pelas empresas estrangeiras.

diretos de capital estrangeiro no país, oferecendo facilidades de produção e acesso ao seu mercado, pois um país procura ser competitivo na economia global, em uma conjuntura mundial atual de redução de crescimento econômico e de abertura de novos territórios no mundo, como está acontecendo na Ásia.

Devido ao risco político, a taxa requerida de retorno de um investimento no exterior pode aumentar. Porém, Shapiro (1992) comenta que, apesar do reconhecimento da existência deste tipo de risco pelos economistas, cientistas políticos e administradores de empresas, não há ainda uma definição a respeito de que o mesmo se constitui e como mensurá-lo.

Madura (1989) também comenta que o efeito do risco político não é muito claro. Como no caso do risco cambial, por um lado, o risco político pode aumentar a variabilidade dos fluxos de caixa operacionais da empresa, aumentando o risco de falência e, portanto, tornando o grau de endividamento menor no caso das empresas multinacionais em relação às empresas domésticas; porém, por outro lado, a diversificação internacional pode eliminar uma boa parte do risco político da empresa.

Neste aspecto, Shapiro (1992) menciona a existência de um paradoxo para empresas multinacionais com sede em países desenvolvidos: são os projetos em países menos desenvolvidos, onde os riscos políticos são normalmente altos, que têm maiores probabilidades de gerarem maiores benefícios de diversificação, pois as economias destes países são menos correlacionadas com a economia dos países desenvolvidos.

Segundo Lee e Kwok (1988), as empresas multinacionais tendem a ter maior montante de ativos intangíveis que se tornam "opções reais", pois, ativos tangíveis são mais fáceis de serem expropriados ou confiscados. Isto aumenta o problema de "subinvestimento" de Myers (1977) e os "*agency costs*" de dívida e, logo, diminui o grau de endividamento ótimo, como foi visto na seção 2.2.⁸³

O risco político pode ser parcialmente administrado através da estrutura de capital. Segundo Stonehill e Stitzel (1969), as subsidiárias tendem a ser financiadas com os recursos locais para reduzir o risco político, pois as interferências governamentais que afetam negativamente a empresa prejudicariam os investidores ou instituições financeiras locais. O efeito semelhante pode ocorrer com o financiamento com os recursos provenientes do governo do país-hospedeiro, conforme Eiteman, Stonehill e Moffett (1992). Além disso, o uso de recursos de outros países e de agências internacionais de desenvolvimento podem reduzir também o risco político, na medida em que os órgãos ou instituições que patrocinam o projeto pode criar uma rede internacional com grande interesse no seu sucesso e, logo, no cumprimento integral do compromisso do governo-hospedeiro com a empresa.

Existem também outros mecanismos para financiar um projeto no exterior que reduzem o risco político. Um deles é o

⁸³ Lee e Kwok (1988) formulam a hipótese também de que as empresas multinacionais tem vantagens em explorar as imperfeições dos mercados de produtos, e portanto, têm maiores ativos intangíveis, gerando o problema de "subinvestimento", e maiores "*agency costs*" do que as empresas nacionais.

financiamento com os recursos dos clientes, a ser pago com os produtos, evitando o uso do recurso próprio. Outro é o uso de leasing internacional, que permite a empresa limitar a propriedade de ativos pelas subsidiárias, diminuindo o ativo exposto ao risco, e também transferir os recursos financeiros com maior facilidade dos países que dificulta a remessa de capital.

Segundo Shapiro (1992), o risco de controle de câmbio pode ser administrado também por escolhas apropriadas de financiamento de suas subsidiárias. Por exemplo, financiamento na forma da dívida em vez de capital próprio pode facilitar a transferência de capital da subsidiária para a matriz. Além disso, os fluxos de caixa das unidades locais para a matriz e para outras afiliadas podem ser gerados por uma série de pagamentos não financeiros, incluindo pagamentos de taxas de licença, taxa de administração, *royalties*, e pagamentos de importações da matriz.

4.3.5. Imposto de Renda

Vimos na seção 2.2, que o imposto de renda pode tornar a decisão de financiamento capital relevante para o valor da empresa, em função do seu impacto ser diferente entre as ações e debêntures: as despesas de juros são dedutíveis do imposto de renda da pessoa jurídica, enquanto que os dividendos não o são. Conforme Shapiro (1978), como esta regra se aplica na maioria

dos países, as subsidiárias podem se endividar para reduzir o imposto de renda.⁸⁴

Segundo Lessard e Shapiro (1984), a moeda de denominação da dívida também pode ser relevante na existência do imposto de renda. O tratamento assimétrico entre ganhos cambiais e perdas cambiais ou entre as despesas de juros e perdas cambiais tornam diferentes os custos após o imposto de renda em diversas moedas, mesmo que os custos sejam iguais antes do imposto de renda.

Uma empresa multinacional atua em vários países, onde os sistemas tributários tem diferenças básicas na alíquota do imposto de renda, tributação dos juros e dividendos, tratamento dos ganhos e perdas cambiais, e imposto de renda na remessa de capital, de dividendos e de juros para fora do país. Esta assimetria de imposto de renda pode ser aproveitada para minimizar o imposto de renda através da escolha adequada da transferência de capital e de acúmulo de lucros nas subsidiárias, em um processo denominado de "arbitragem de impostos" ("*tax arbitrage*"). Neste sentido, Senbet (1979) mostra que a assimetria internacional no imposto de renda afeta a estrutura de capital e, conseqüentemente, o valor de empresas.

Segundo Shapiro (1992), a escolha da forma de transferência interna de recursos também torna-se relevante para o valor da empresa. Ao escolher um meio apropriado de transferência interna

⁸⁴ Hodder e Senbet (1990) mostra que, se os sistemas tributários adotados fossem iguais no mundo e se não houvessem as restrições governamentais, o equilíbrio da estrutura de capital a nível internacional seria possível como no modelo de Miller (1977) no contexto nacional.

de recursos - dívida ou ações; a moeda de denominação; e a taxa de juros, no caso da dívida - o imposto de renda na remessa de capital pode ser reduzido (o pagamento de dividendos entre as unidades pode ter conseqüências fiscais diferentes do pagamento de juros), e as receitas ou despesas podem ser transferidas a jurisdições onde existe o imposto de renda favorável.

A decisão de reter lucros em subsidiárias pode alterar o valor da empresa, pois o modo como o país de origem tributa as rendas obtidas no exterior pode ter um efeito sobre o custo das ações. Nos E.U.A., por exemplo, lucros retidos nas subsidiárias não estão sujeitos ao imposto de renda da pessoa jurídica, imposto de renda na remessa de capital ou custo de transferência até que esses lucros sejam repatriados ao país. Ness (1975) nota que este diferimento do imposto deve reduzir o custo de capital dos lucros retidos na subsidiária.

Segundo Rodriguez e Carter (1984), o imposto de renda afeta também as decisões de localização das unidades que emitem os títulos. Com uma tributação menor em áreas particulares do mundo, a empresa pode reduzir substancialmente o valor presente dos impostos de renda a ser pago e, conseqüentemente, aumentar o retorno aos acionistas, formando adequadamente a carteira de projetos que geram os fluxos de caixa e a composição de títulos que distribuem estes fluxos aos investidores. Por exemplo, as vantagens fiscais encorajam as empresas a instalarem nos chamados "paraísos fiscais" uma subsidiária financeira, cuja função é emitir títulos, transferir recursos captados às unidades operacionais, receber dividendos das mesmas e realocar recursos a outras unidades da empresa.

4.3.6. Evidenciação Contábil ("Disclosure")

Para captar recursos no exterior, as empresas devem se ajustar as normas do mercado local. Por exemplo, as empresas devem cumprir as exigências sobre a divulgação das informações para poder registrar as ações junto a *Security Exchange Commission* dos E.U.A. e listá-las na Bolsa de Valores de Nova York.⁸⁵

Uma maior evidenciação de informações contábeis, seguindo padrões adotados em principais mercados de capitais, pode reduzir o custo de capital da empresa. Segundo Choi (1973), uma informação mais completa e mais padronizada contribui na redução do custo de capital das empresas ao diminuir a incerteza associada aos retornos da empresa avaliados por investidores.⁸⁶

⁸⁵ Um caso interessante, recente, é de Daimler-Benz, apresentado por Riley (1993). Daimler-Benz foi a primeira empresa alemã a registrar suas ações junto a SEC como outras 557 empresas estrangeiras de outros países. Para isso, a companhia teve de elaborar demonstrações financeiras de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos nos E.U.A., e o lucro de DM 168 milhões (US\$ 105 milhões) em padrões alemães transformou-se em um prejuízo de DM 949 milhões (US\$ 593 milhões). Este fato gerou uma polêmica na Alemanha, onde se atribui importância diferente dos americanos e ingleses às informações contábeis e aos mercados de capitais. Nos E.U.A., todas as informações relevantes devem ser fornecidas aos investidores e credores, para que o mercado de capitais possa funcionar de forma eficiente na alocação de capital; enquanto que, na Alemanha, as informações contábeis são destinadas basicamente a fins fiscais e informações mais precisas e atualizadas são fornecidas aos investidores e credores que mantêm uma relação a longo prazo com a empresa.

⁸⁶ O estudo de Choi (1973) é citado em Eiteman, Stonehill e Moffett (1992).

Entre países, os critérios contábeis adotados para elaboração de demonstrações financeiras variam. Segundo Speidell e Bavish (1992), os investidores que analisam melhor as diferenças nos critérios contábeis existentes no mundo conseguem obter retornos excedentes, por um processo denominado de "Arbitragem de Princípios Gerais Geralmente Aceitos" ("*GAAP Arbitrage*").

4.3.7. Ambiente Financeiro Local das Subsidiárias

O ambiente financeiro local de cada país pode influenciar a estrutura de capital das subsidiárias e, conseqüentemente, a estrutura de capital da empresa multinacional como um todo.

Sekely e Collins (1988) mostram que os fatores culturais do ambiente, envolvendo aspectos político, legal, social, institucional, além do tributário, caracterizam a estrutura de capital de empresas em um país, tendo semelhanças em cada região no mundo.

As evidências, em geral, indicam que a alavancagem financeira é maior no Japão, na Alemanha, na França e outros países da Europa Continental do que nos E.U.A. e na Grã Bretanha. Isto é possível, em parte, pois os sistemas bancários nos primeiros países é diferente dos existente nos E.U.A. e na Grã- Bretanha, como foi citado na seção 4.2.

Shapiro (1992) cita três fatores que devem ser considerados na comparação da estrutura de capital entre as empresas no Japão e nos E.U.A: o grau de alavancagem é medido pelos valores contábeis e não por valores de mercado, as empresas japonesas costumam ter alto excedente em caixa, e na apuração do custo de capital médio ponderado, deve ser considerada a estrutura de capital alvo e não a estrutura histórica.

Kester (1986) mostra que a alavancagem financeira em termos concretos não é diferente entre o Japão e os E.U.A.; mas, que a estrutura de propriedade é diferente nos dois países, referindo ao fato dos bancos de investimento terem a permissão de possuir ações das empresas industriais no Japão, enquanto que nos E.U.A. não.

Conforme Lee e Kwok (1988), existem três alternativas na otimização da estrutura de capital das subsidiárias: otimizar a estrutura localmente, aproveitando as oportunidades locais; adequá-las à estrutura de capital da matriz; ou otimizar a estrutura consolidada.

Em cada país existem "normas" para o endividamento adequado, o que são padrões para a análise da situação financeira nos mercados financeiros locais. Além disso, existem vantagens do mercado financeiro local criada pela segmentação dos mercados. De acordo com Stonehill e Stitzel (1969) e Shapiro (1978), se a empresa toda seguir uma estrutura de capital uniforme, as subsidiárias podem não conseguir utilizar as oportunidades locais para manter e aumentar as suas vantagens competitivas em relação às outras empresas.

Conforme Naumann-Etienne (1974), pode ser importante a estrutura de capital das subsidiárias adequar-se à estrutura de capital da matriz, na medida em que os acionistas são da matriz. Por exemplo, as subsidiárias das empresas multinacionais americanas devem adequar as suas estrutura conforme as expectativas e critério dos investidores nos E.U.A. Como a maior parte das ações das empresas multinacionais americanas são negociadas nos E.U.A., a estrutura de capital-alvo da firma depende das percepções de risco dos acionistas americanos e ao critério estabelecido pelas agências que dão "ranking" dos E.U.A.

Eiteman, Stonehill e Moffett (1992) e Shapiro (1992), por sua vez, argumentam que a estrutura mais relevante é a estrutura consolidada da empresa, pois as otimizações parciais das estruturas das subsidiárias podem não otimizar a estrutura consolidada. A solução sugerida por estes autores é, então, conciliar a estrutura global com as normas e vantagens existentes localmente. É importante minimizar o custo de capital via otimização da estrutura de capital global; porém, sempre que pode, deve atender aos fatores locais.

4.3.8. Otimização da Política de Financiamento

Conforme Eiteman, Stonehill e Moffett (1992), no caso de uma empresa multinacional, a maior parte dos fluxos de caixa do projeto para a matriz, ou para a empresa irmã, são fluxos financeiros em vez de fluxos operacionais, tornando os fluxos de

caixa para a matriz dependentes da forma de financiamento. Além disso, a estrutura de capital modifica o montante de imposto de renda e a exposição da empresa ao risco cambial e ao risco político, tendo efeito sobre os fluxos de caixa. Assim, a estrutura de capital afeta os fluxos de caixa, tornando as decisões de investimento dependentes da decisão de financiamento, e a estrutura ótima de capital não é mais aquela que minimiza o custo de capital médio ponderado.

Shapiro (1992), baseando em Lessard e Shapiro (1984), comenta que a otimização da estrutura de capital, considerando todos os fatores relevantes simultaneamente é impossível na prática; porém, recomenda que as empresas sigam uma "orientação", em três etapas: primeiro, aproveitar as oportunidades geradas pelas distorções do mercado de capitais para minimizar o custo de capital após imposto de renda; segundo, selecionar as fontes de financiamento adicionais de uma forma que reduza o risco; e, terceiro, alcançar uma estrutura de capital global adequada.

Da mesma forma, Holland (1986) defende a necessidade de planejamento que integre a decisão de investimento, a decisão de financiamento e administração da exposição ao risco.

De acordo com Rodriguez e Carter (1984), entre as medidas que uma empresa pode tomar para criar valor em mercados financeiros ineficientes estão as decisões da estrutura de capital que melhoram a conciliação entre o risco e o retorno do ponto de vista dos investidores. Então, uma empresa pode considerar a alternativa de se expor a um maior nível de risco a

fim de reduzir seus custos esperados de financiamento, o problema de financiamento da empresa e a administração do risco estão interrelacionados e devem ser tratados simultaneamente segundo uma política financeira coerente, que estabelece o risco e o retorno desejados.

4.4. Custo de Capital para Projetos no Exterior

O orçamento de capital é um processo complexo e a teoria financeira somente fornece uma orientação genérica. Uma das dificuldades do processo está exatamente na determinação do custo de capital. Nesta seção, daremos um enfoque sobre o custo de capital para projetos no exterior, quando existem imperfeições nos mercados de capitais.

Como vimos na seção 3.5, em mercados de capitais perfeitos, um projeto tem um único valor para todos os investidores. Entretanto, com os mercados de capitais segmentados, o valor de um projeto pode ser diferente para investidores diferentes, pois o mesmo pode contribuir de forma diferente na riqueza de cada um. No caso particular das empresas multinacionais, o valor do projeto pode ser diferente conforme o ponto de vista adotado para a avaliação do projeto:

- ponto de vista da matriz;
- ponto de vista da subsidiária; e
- ponto de vista da empresa local.

4.4.1. Ponto de Vista da Matriz

A análise do ponto de vista da matriz é considerada mais adequada do que a análise do ponto de vista da subsidiária. O projeto deve ser avaliado na sua contribuição no aumento da riqueza dos acionistas; então, os fluxos de caixa relevantes na avaliação do projeto são os fluxos repatriados do país-hospedeiro para a país de origem, que podem ser usados para pagamento de juros, amortização da dívida da corporação, reinvestimento em algum lugar no mundo, e distribuição de dividendos; e o custo de capital deve refletir o risco associado a estes fluxos de caixa do ponto de vista dos acionistas da matriz.

Identificam-se na literatura as seguintes formas de custo de capital, que podem ser adotadas na avaliação de um projeto:

- A. Custo de capital médio ponderado da empresa;
- B. Custo de capital ajustado (ao risco do projeto e à nova estrutura de capital);
- C. Custo de capital "*all equity*";
- D. Custo de capital quando o ajuste ao risco é feito no fluxo de caixa.

A. Custo de Capital Médio Ponderado da Empresa

Giddy (1981), de uma forma semelhante ao sugerido por Zenoff e Zwick (1969), sugere o uso do custo de capital médio ponderado marginal da empresa para descontar os fluxos de caixa. Esta abordagem reflete a vantagem que uma empresa multinacional tem de levantar recursos com os menores custos em um país e investi-los em um outro país.

Entretanto, o custo de capital médio ponderado pode ser usado desde que o projeto não mude o nível de risco e a estrutura ótima de capital da empresa como um todo.

B. Custo de Capital Ajustado

O risco do projeto é muitas vezes diferente do risco da empresa; e um projeto com o risco diferente pode ter diferente capacidade de endividamento e, conseqüentemente, uma outra estrutura ótima de capital. Além disso, o governo do país hospedeiro pode encorajar um negócio particular no seu país, concedendo linhas de financiamento subsidiado ou outros incentivos financeiros, tendo um impacto favorável no custo de capital. Então, estas particularidades do projeto devem ser refletidos na estimativa do seu custo de capital.

Uma opção é ajustar adequadamente o custo de capital médio ponderado da empresa. Conforme Madura (1989), os ajustes para um projeto no exterior devem considerar o risco inflacionário, o risco cambial e o risco político, normalmente acrescentando um prêmio.

Um projeto no exterior pode também reduzir o risco da empresa pelo efeito de diversificação da empresa, e este benefício pode ser considerado no custo de capital do projeto. O efeito da diversificação pode ser maior do que o efeito dos riscos adicionais e, então, o custo de capital de um projeto no exterior pode ser menor do que o de um projeto similar no país de origem. Assim, segundo Shapiro (1992), não se deve sempre adicionar um prêmio extra no custo de capital para um projeto no exterior.

Um modelo para considerar o risco do projeto é o CAPM. Ao utilizar este modelo, a recomendação de Shapiro (1992) (para administradores de empresas americanas) é usar a carteira do mercado do país do investidor (a carteira do mercado dos E.U.A.), pois, em primeiro lugar, esse procedimento permite fazer a comparação do projeto em estudo com outros projetos no próprio país e, em segundo lugar, os investidores têm carteiras relativamente pouco diversificadas internacionalmente, como vimos na seção 4.2.

C. Custo de Capital "*All Equity*"

Lessard (1981) estende a abordagem do Valor Presente Ajustado (VPA) de Myers (1974), citada na seção 2.2, ao caso de projetos no exterior.

Segundo Lessard (1981), o VPA do projeto é a somatória de seguintes valores presentes (VP's):⁸⁷

- VP de inversões;
- VP de fluxos de caixa operacionais repatriáveis depois de imposto de renda;
- VP de economias de imposto de renda devido à depreciação;
- VP de subsídios financeiros;
- VP de contribuição do projeto na capacidade de endividamento;
- VP de outras economias de imposto de renda;
- VP de outras remessas à matriz;
- VP de valores residuais do projeto.

O segundo componente é o valor base do projeto, se financiado somente por recursos próprios, calculado descontando os fluxos de caixa operacionais ao custo de capital "*all equity*" - a taxa requerida de retorno do projeto financiado totalmente por capital próprio, baseado no grau de risco do projeto, independentemente da sua estrutura financeira; e os fluxos de caixa financeiros são descontados aos custos de capital de terceiros.

D. Custo de Capital Quando Ajuste ao Risco é Feito nos Fluxos de Caixa

Na análise de projetos no exterior, a maioria dos autores sugerem os ajustes nos fluxos de caixa do que os ajustes no custo de capital.

⁸⁷ Os componentes estão na forma apresentada por Holland (1990).

Os riscos adicionais no exterior são normalmente descritos em termos gerais, em vez de serem relacionados aos seus impactos em investimentos específicos, e, como, na realidade, não é possível estimar o risco e o prêmio pelo risco com precisão, os ajustes se tornam subjetivos. Eiteman, Stonehill e Moffett (1992) comentam também que os ajustes ao risco no custo de capital tentam combinar todos os riscos em uma única variável e, com isso, perde-se muita informação sobre o futuro. Os ajustes nos fluxos de caixa, por outro lado, são menos arbitrários, e maximiza o uso da informação disponível, pois os ajustes nos fluxos de caixa permitem considerar a magnitude e o "timing" das implicações dos eventos incertos nos fluxos de caixa. Além disso, na prática, existem mais e melhores informações a respeito do efeito desses riscos sobre os fluxos de caixa do que a respeito do efeito sobre a taxa de desconto.

De acordo com Shapiro (1992), os ajustes nos fluxos de caixa consideram as possibilidades da variação nos fluxos de caixa, em termos de probabilidade, para chegar ao valor esperado. Procedendo desta maneira, o custo de capital é ajustado somente ao risco do negócio e risco financeiro, da forma equivalente aos projetos similares no país de origem. Qualquer risco devido à localização no exterior será incorporada nos fluxos de caixa. Assim, supõe-se ou que os riscos internacionais são não-sistemáticos, ou que os investimentos no exterior tendem a diminuir o risco sistemático da empresa, sendo que, neste último caso, o projeto é subavaliado.

4.4.2. Ponto de Vista da Subsidiária

Segundo Eiteman, Stonehill e Moffett (1992) e Shapiro (1992), os projetos também podem ser avaliados segundo o ponto de vista da subsidiária.

Os fluxos de caixa são os fluxos marginais para a subsidiária. Para descontá-los, adota-se, então, o custo de capital médio ponderado das fontes marginais que financiam a subsidiária, tanto externas como as internas, provenientes de outras unidades da empresa. Segundo Giddy (1981), considera-se normalmente o custo de capital da matriz como o custo de capital próprio (excluindo a dívida da subsidiária), o custo dos lucros retidos na subsidiária e o custo de capital de terceiros captados pela mesma.

4.4.3. Ponto de Vista da Empresa Local

Uma outra abordagem, sugerida por Stonehill e Stitzel (1969), é considerar o projeto do ponto de vista de uma empresa local (subsidiária como uma empresa local, operando independentemente), isto é, o custo de capital é das empresas locais similares operando na mesma indústria. Copeland, Koller e Murrin (1990) sugerem também que se adote o custo de capital próprio avaliado pelo CAPM, com o coeficiente B estimado em relação à carteira de mercado local.

Assim, conforme Shapiro (1992), nesta abordagem, pode acontecer o caso de rejeitar projetos aceitáveis do ponto de vista da matriz, quando o custo de capital local for maior do que o custo de capital do ponto de vista da matriz. Nesta questão, Eiteman, Stonehill e Moffett (1992) argumentam que esta análise deve ser considerada como uma informação auxiliar na tomada de decisão, pois mesmo que o projeto seja aceitável do ponto de vista da matriz, o projeto não aceitável do ponto de vista da subsidiária deve ser rejeitado, uma vez que, nesse caso, outras alternativas de investimento disponíveis no local, por exemplo, títulos do governo local, são melhores do que o projeto em estudo.

Para Rodriguez e Carter (1984), o custo de capital da empresa local é o ponto de partida para estimação do custo de capital, uma vez que a reação dos investidores locais ao projeto fornece uma boa orientação no processo de estimação da variável, que é extremamente difícil; e, sobre este custo, consideram-se os efeitos da empresa ser uma multinacional.

Conforme Shapiro (1992), as dificuldades práticas para a determinação do custo de capital estão principalmente na mensuração e precificação de risco, e este problema é agravado pela falta de dados históricos, quando se tratam de projetos novos.

Stanley (1990) comenta que, na prática, não há um consenso entre os administradores em relação ao custo de capital a ser utilizado no orçamento de capital.

Através de uma pesquisa feita entre as empresas, Baker (1987) verificou que o custo de capital médio ponderado global da empresa é o custo de capital mais utilizado no orçamento de capital. Os ajustes ao risco mais preferidos são os feitos no custo de capital, pela sua simplicidade. Verificou também que as preferências na consideração do risco estão mais no uso do método Pay Back, inconsistente com o conceito do valor, e as técnicas mais sofisticadas como a abordagem do Valor Presente Ajustado são raramente utilizados.

CAPITULO 5

OBSERVAÇÕES FINAIS

O custo de capital e a estrutura de capital estão entre os assuntos mais polêmicos em Finanças das Empresas.

Se os mercados financeiros fossem perfeitos e completos e, conseqüentemente, eficientes, os investidores poderiam investir diretamente em qualquer alternativa de investimento sem nenhum "atrito", e todos os títulos teriam seus preços estabelecidos de tal maneira que sejam equivalentes após ajustes ao risco. Nestas condições, a política financeira de uma empresa, intermediando o processo de alocação de capital dos investidores às alternativas de investimento, seria irrelevante para o valor da mesma. Em outras palavras, tanto a composição dos ativos (política de investimento) como a composição das obrigações (política de financiamento) da empresa não criariam valor. No contexto internacional, a teoria é praticamente a mesma.

Havendo fatores que tornam os mercados financeiros imperfeitos e incompletos e, conseqüentemente, não eficientes, a política financeira da empresa pode ter valor.

No ambiente internacional os fatores tais como segmentação dos mercados financeiros internacionais, disponibilidade de capital, risco cambial, risco político, imposto de renda, evidenciação contábil e ambiente financeiro das subsidiárias podem tornar a política financeira da empresa relevante para o custo de capital e para o valor da empresa.

Os mercados financeiros internacionais podem não ser eficientes e a empresa pode encontrar fontes de financiamento com o VPL positivo; a multinacionalidade da empresa pode reduzir o custo de capital da mesma, com a redução de risco pelo efeito da diversificação e com o aumento da alavancagem financeira; e a administração do risco cambial pode reduzir o risco da empresa e reduzir o custo de capital. Porém, ainda não existem evidências conclusivas para estas questões.

A otimização da política de financiamento, incluindo a estrutura de capital, torna-se um processo de otimização simultânea de vários aspectos. Além da minimização do custo de capital global da empresa, a decisão pode envolver a administração do risco e a consideração das características do ambiente financeiro local das subsidiárias nas estruturas de capital das mesmas e efeito dos fatores como "*agency costs*" e custos de falência.

Na avaliação de projetos no exterior, podem ser considerados pontos de vista diferentes - da matriz, da subsidiária e da empresa local - e formas alternativas de custo de capital - custo de capital médio ponderado, custo de capital ajustado, custo de capital "*all equity*" e custo de capital quando os ajustes são feitos nos fluxos de caixa.

Os assuntos de custo de capital e estrutura de capital de empresas multinacionais, incluindo as questões levantadas por Stanley (1981), ainda estão para serem melhor esclarecidos.

BIBLIOGRAFIA

1. ABAUF, Niso. "The Nature and Management of Foreign Exchange Risk". Midland Corporate Finance Journal, p.30-44, Fall 1986.
2. ABKEN, Peter A. "Globalization of Stock, Futures and Options Markets". Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, 76:4, p.1-22, July/Aug. 1991.
3. ADLER, Michael. "The Cost of Capital and Valuation of a Two-County Firm". Journal of Finance, p.119-132, Mar. 1974.
4. ADLER, Michael & DUMAS, Bernard. "Optimal International Acquisitions". Journal of Finance, p.1-19, Mar. 1975.
5. _____. "International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis". Journal of Finance, p.925-984, June 1983.
6. ADLER, Michael & LEHMANN, Bruce. "Deviations from Purchasing Power Parity in the Long Run". Journal of Finance, p.1471-1487, Dec. 1983.
7. AGMON, Tamir & LESSARD, Donald. "Investor Recognition of Corporate International Diversification". Journal of Finance, p.1049-1056, Sept. 1977.
8. ALEXANDER, G.; EUN, C; JANAKIRAMANAN, S. "Asset pricing and Dual Listing on Foreign Capital Markets: A Note". Journal of Finance, p.151-158, Mar. 1987.
9. _____. "International Listings and Stock Returns: Some Empirical Evidence". Journal of Financial and Quantitative Analysis, p.135-151, June 1988.
10. ARSHANAPALLI, Bala & DOUKAS, John. "International Stock Market Linkages: Evidence from the pre- and post-October 1987 Period". Journal of Banking and Finance, 17, p.193-208, 1993.
11. BAKER, James C. "The Cost of Capital of Multinational Companies: Facts and Fallacies". Managerial Finance, 13:1, p.12-17, 1987.
12. BALDWIN, Carliss Y. "The Capital Factor: Competing for Capital in a Global Environment". Competition in Global Industries, ed. Michael E. Porter. Boston, Harvard Business School Press, p.185-223, 1986.
13. BAXTER, N. "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital". Journal of Finance, p.663-681, Aug. 1967.
14. "Beating the Market: Yes, It Can Be Done". ECONOMIST, p.25-27, Dec./05 1992.

15. BERG, Eric N. "A Study Shakes Confidence in the Volatile-Stock Theory". NEW YORK TIMES, Feb. 18 1992. Business, p.D1 e D6.
16. BERNSTEIN, Peter L. Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street. New York, Free Press, 1992.
17. BLACK, Fischer. "International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers". Journal of Financial Economics, p.337-352, Dec. 1974.
18. BLACK, Fisher & SCHOLES, Myron S. "The Pricing of Options and Corporate Liabilities". Journal of Political Economy, Vol.81, p.637-654, May/June 1973.
19. BREALEY, Richard A. & MYERS, Stewart C. Principles of Corporate Finance. 4th. Edition. Singapore, McGraw-Hill Book Co., 1991.
20. CASSEL, Gustav. "Abnormal Deviations in International Exchanges". Economic Journal, p.413-415, Dec. 1918.
21. CARMICHAEL, J. & STEBBING, P.W. "Fisher's Paradox and the Theory of Interest". American Economic Review, 73, p.619-629, 1983.
22. CHAMBERLAIN, Trevor W.; CHEUNG, C. Sherman; KWAN, Clarence C.Y. "International Investment and Currency Risk". Journal of Economics and Business, 42, p.141-152, 1990.
23. CHO, D; EUN, C; SENBET, L. "International Arbitrage Pricing Theory: An Empirical Investigation". Journal of Finance, p.313-329, June 1986.
24. CHOI, Frederick D. S. "Financial Disclosure in Relation to a Firm's Capital Costs" Accounting and Business Research, p.159-175, Autumn 1973.
25. CHOI, Jongmoo Jay. "Diversification, Exchange Risk, and Corporate International Investment". Journal of International Business and Studies, p.145-155, Spring 1989.
26. CLINTON, Kevin. "Transaction Costs and Covered Interest Arbitrage: Theory and Evidence". Journal of Political Economy, p.358-370, Apr. 1988.
27. COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. "How to Value a Multinational Business". Planning Review, Vol.18, No.3, p.16-24 e p.40-41, May/June 1990.
28. COPELAND, Thomas E. & WESTON, J. Fred. Financial Theory and Corporate Policy. 3rd. Edition. Reading, Massachusetts, Addison-Wesley Publishing Co., Inc., 1988.
29. DOBRZYNSKI, Judith H. "Relationship Investing". BUSINESS WEEK, p.38-45, Mar. 15 1993.

30. DUFEY, Gunter & SRINIVASULU, S. L. "The Case for Corporate Management of Foreign Exchange Risk". Financial Management, Vol.12, No.4, p.54-62, 1984.
31. DUFFIE, J. Darrell. "Modigliani and Miller Theorem". In: New Palgrave Dictionary of Money & Finance. London, Macmillan Press Ltd., Vol.2, p.715-718, 1992.
32. DUNNING, John. "A Relação entre Multinacionais e Governo". ESTADO DE S.PAULO, 10 Ago. 1993. Caderno de Economia, p.2.
33. DURAND, David. "Afterthoughts on a Controversy with MM, Plus New Thoughts on Growth and the Cost of Capital". Financial Management, p.12-18, Summer 1989.
34. DUFEY, Gunter & GIDDY, Ian H. "International Financial Planning: The Use of Market-Based Forecasts". California Management Review, p.69-81, Fall 1978.
35. EITEMAN, David K.; STONEHILL, Arthur I.; MOFFETT, Michael H. Multinational Business Finance. 6th. Edition. Reading, Massachusetts, Addison-Wesley Publishing Co., Inc., 1992.
36. ERRUNZA, Vihang & SENBET, Lemma W. "The Effect of International Operations on the Market Value of the Firm: Theory and Evidence". Journal of Finance, Vol. XXXVI, No.2, p.401-417, May 1981.
37. _____. "International Corporate Diversification, Market Valuation, and Size-Adjusted Evidence". Journal of Finance, Vol.XXXIX, No.3, p.727-743, July 1984.
38. ERRUNZA, Vihang & LOSQ, Etienne. "International Asset Pricing under Mild Segmentation: Theory and Test". Journal of Finance, p.105-124, Mar. 1985.
39. _____. "Capital Flow Controls, International Asset Pricing and Investor's Welfare: A Multi-Country Framework". Journal of Finance, p.1025-1038, 1989.
40. ERRUNZA, Vihang; LOSQ, Etienne; PADMANABHAN, Prasad. "Tests of Integration, Mild Segmentation and Segmentation Hypothesis". Journal of Banking and Finance, 16, p.949-972, 1992.
41. EUN, Cheol S. "Globalization of Financial Markets: Introduction". Journal of Economics and Business, 43, p.283-285, 1991.
42. EUN, Cheol S. & RESNICK, Bruce G. "Estimating the Correlation Structure of International Share Prices". Journal of Finance, p.1311-1324, Dec. 1984.
43. _____. "Currency Factor in International Portfolio Diversification". Columbia Journal of World Business, p.45-53, Summer 1985.

44. _____. "Exchange Rate Uncertainty, Forward Contract and International Portfolio Selection". Journal of Finance, p.197-215, Mar. 1988.
45. EUN, Cheol S. & JANAKIRAMAN, S. "A Model of International Asset Pricing with a Constraint on the Foreign Equity Ownership". Journal of Finance, p.898-913, Sept. 1986.
46. FAMA, Eugene F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". Journal of Finance, p.383-417, May 1970.
47. _____. "Efficient Capital Markets: II". Journal of Finance, Vol.XLVI, No.5, p.1575-1617, Dec. 1991.
48. FAMA, Eugene F. & FRENCH, Kenneth R. "The Cross-Section of Expected Stock Returns" Journal of Finance, Vol.XLVII, No.2, p.427-465, June 1992.
49. FAMA, Eugene F. & MILLER, Merton. The Theory of Finance. New York: Holt, Rinehart and Winston, Inc., 1972.
50. FATEMI, Ali M. "Shareholder Benefits from Corporate International Diversification". Journal of Finance, p.1325-1344, Dec. 1984.
51. FISHER, Irving. The Theory of Interest. Augustus M. Kelley Publishers, New York, 1930
52. FRANKEL, Jeffrey A. "The Japanese Cost of Finance: A Survey". Financial Management, p.95-127, Spring 1991.
53. FRENCH, Kenneth R. & POTERBA, James M. Are Japanese Stock Prices Too High?. University of Chicago, Aug. 1989. NBR Paper, CRSP Seminar on the Analysis of Security Prices.
54. _____. "Investor Diversification and International Equity Markets". American Economic Review, Vol.81, p.222-226, 1991.
55. FRIEDMAN, Milton. "The Methodology of Positive Economics". Essays in Positive Economics. Chicago, University of Chicago Press, 1956.
56. FRIEND, I & TOKUTSU, I. "The Cost of Capital to Corporations in Japan and the U.S.A." Journal of Banking and Finance, p.313-327, 1987.
57. FROOT, Kenneth A. & FRANKEL, Jeffrey. "Forward Discount Bias: Is It An Exchange Risk Premium?". Quarterly Journal of Economics, p.139-161, Feb. 1989.
58. GENAY, Hesna. "Japan's Corporate Groups". Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, p.20-30, Jan./Feb. 1991.
59. GIDDY, Ian H. "The Cost of Capital in the International Firm". Managerial and Decision Economics, Vol.2, No.4, p.263-271, 1981.

60. GORDON, M. J. "Corporate Finance Under the MM Theorems" Financial Management, p.19-28, Summer 1989.
61. GRABBE, J. Orlin. International Financial Markets. 2nd. Edition. New York, NY, Elsevier Science Publishing Co., Inc., 1991.
62. GRAUER, Frederick A; LITZENBERGER, Robert A.; STEHLE, Richard E. "Sharing Rules and Equilibrium in an International Capital Market under Uncertainty". Journal of Financial Economics, 3, p.233-256, June 1976.
63. GRUBEL, Herbert G. "International Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows". American Economic Review, p.1299-1314, Dec. 1968.
64. GULTEKIN, Mustafa N.; GULTEKIN, N. Bulent; PENATI, Alessandro. "Capital Controls and International Capital Market Segmentation: The Evidence from the Japanese and American Stock Markets". Journal of Finance, p.849-869, Sept. 1989.
65. GUPTA, Kanhaya L. "Interest Rates, Inflation Expectations and the Inverted Fisher Hypothesis". Journal of Banking and Finance, 16, p.625-642, 1992.
66. HAMADA, R. S. "Portfolio Analysis, Market Equilibrium, and Corporation Finance". Journal of Finance, p.13-31, Mar. 1969.
67. HAMAOKA, Yasushi & JORION, Philippe. "International Capital Market Integration". In: New Palgrave Dictionary of Money & Finance. London, Macmillan Press Ltd., Vol.2, p. 454-457, 1992.
68. HARRIS, Milton & RAVIV, Artur. "The Theory of Capital Structure". Journal of Finance, Vol.XLVI, No.1, p.297-355, Mar. 1991.
69. HARTMANN, Mark A & KHAMBATI, Dara. "Emerging Stock Markets: Investment Strategies of the Future". Harvard Business Review, Vol.XXVIII, No.II, p.82-104, Summer 1993.
70. HIGGINS, Robert C. & SCHALL, Lawrence D. "Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger". Journal of Finance, p.106-111, Mar. 1975.
71. HIRSHLEIFER, Jack. Investment, Interest and Capital. Englewood Cliffs, Prentice-Hall, Inc., 1970.
72. HODDER, James E. & SENBET, Lemma W. "International Capital Structure Equilibrium". Journal of Finance, p.1495-1516, Dec. 1990.
73. HOLLAND, John B. International Financial Management. Oxford, OX, United Kingdom, Basil Blackwell Ltd., 1986.
74. _____. "Capital Budgeting for International Business: A Framework for Analysis". Managerial Finance, 16:2, p.1-6, 1990.

75. HOWE, John S. & KELM, Kathryn. "The Stock Price Impacts of Overseas Listings". Financial Management, p.51-56, Autumn 1987.
76. HOWE, John S. & MADURA, Jeff. "The Impact of International Listings on Risk: Implications for Capital Market Integration". Journal of Banking and Finance, 14, p.1133-1142, 1990.
77. HUGHES, John S; LOGUE, Dennis E; SWEENEY, Richard J. "Corporate International Diversification and Market Assigned Measures of Risk and Diversification". Journal of Financial and Quantitative Analysis, p.627-637, Nov. 1975.
78. "Investidor Global: Ganhando Dinheiro em Tempos Turbulentos". GAZETA MERCANTIL, 22 Out. 1993. Leitura de Fim de Semana, p.1. Artigo traduzido em Português da Business Week,
79. JACQUILLAT, Bertrand & SOLNIK, Bruno H. "Multinationals are Poor Tools for Diversification". Journal of Portfolio Management, p.8-12, Winter 1978.
80. JAYARAMAN, Narayanan; SHASTRI, Kuldeep; TANDON, Kishore. "The Impact of International Cross Listings on Risk and Return: The Evidence from American Depository Receipts". Journal of Banking and Finance, 17, p.91-103, 1993.
81. JENSEN, M. & MECKLING, W. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". Journal of Financial Economics, 3, p.305-360, Oct. 1976.
82. JORION, Philippe. "Asset Allocation with Hedged and Unhedged Foreign Stocks and Bonds". Journal of Portfolio Management, p.49-54, Summer 1989.
83. _____. "Portfolio Optimization in Practice". Financial Analysts Journal, p.68-74, Jan.-Feb. 1992.
84. JORION, Philippe & SCHWARTZ, E. "Integration vs. Segmentation in the Canadian Stock Markets". Journal of Finance, p.603-616, 1986.
85. KESTER, W. Carl. "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations". Financial Management, p.5-16, Spring 1986.
86. KESTER, W. Carl & LUEHRMAN, Timothy. "The Myth of Japan's Low-Cost Capital", Harvard Business Review, Vol.70, No.3, May-June 1992.
87. KIM, Sun Bae. "Banking and Commerce: The Japanese Case". Weekly Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, p.1-3, Mar/29/1991.
88. KRAUS, A & LITZENBERGER, R. "A State Preference Model of Optimal Financial Leverage". Journal of Finance, 28, p.911-921, 1973.

89. LACHENMAYER, H. "The Effect of Currency Exchange Risks on the Cost of Equity Capital of International and Multinational Firms". Management International Review, 2, p.28-37, 1984.
90. LEE, Kwang Chul & KWOK, Chuck C. Y. "Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure". Journal of International Business Studies, p.195-217, Summer 1988.
91. LEE, Wayne Y. & SACHDEVA, Kanwal S. "The Role of the Multinational Firm in the Integration of Segmented Capital Markets". Journal of Finance, p.479-492, May 1977.
92. LESSARD, Donald R. "Evaluating International Projects: An Adjusted Present Value Approach". In: CRUM and DERKINDEREN, ed. Capital Budgeting under Conditions of Uncertainty. Martinus Nijhoff Publishing, 1981. p.118-137.
93. LESSARD, Donal R. "Theories of International Investment and the Multinational Firm: Introduction". In: _____, ed. International Financial Management: Theory and Application. 2nd. Edition. New York, John Wiley & Sons, 1985.
94. _____. "Finance and Global Competition: Exploiting Financial Scope and Coping with Volatile Exchange Rates". Midland Corporate Finance Journal, p.6-29, Fall 1986.
95. _____. The International Efficiency of World Capital Markets. June 20-22 1990, revised January 1991(a). Unpublished paper presented at the Kiel Week Conference: Capital Flows in the World Economy.
96. _____. "Global Competition and Corporate Finance in the 1990s". Journal of Applied Corporate Finance, Vol.3, No.4, p.59-72, Winter 1991(b).
97. LESSARD, Donald R & LIGHTSTONE, John B. "Volatile Exchange Rates Can Put Operations at Risk". Harvard Business Review, p.107-114, July-Aug. 1986.
98. LESSARD, Donald R. & SHAPIRO, Alan C. "Guidelines for Global Financing Choices". Midland Corporate Finance Journal, p.68-80, Spring 1984.
99. LEVICH, Richard M. "Evaluating the Performance of the Forecasters". The Management of Foreign Exchange Risk. 2nd. Edition. Euromoney Publications, p.121-134, 1982.
100. LEVY, Haim & LERMAN, Zvi. "The Benefits of International Diversification in Bonds". Financial Analysts Journal, p.56-64, Sept.-Oct. 1988.
101. LEVY, Haim & SARNAT, Marshall. "Diversification, Portfolio Analysis, and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers". Journal of Finance, 25, p.795-802, Sep. 1970.

102. LEWELLEN, W. "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger". Journal of Finance, p.521-537, May 1971.
103. LIM, G. C. "Testing for the Fundamental Determinants of the Long Run Real Exchange Rate". Journal of Banking and Finance, 16, p.625-642, 1992.
104. LIN, Antsong & SWANSON, Peggy E. "Measuring Global Money Market Interrelationships: an Investigation of Five Major World Currencies". Journal of Banking and Finance, 17, p.609-628, 1993.
105. LINTNER, John. "Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification". Journal of Finance, p.587-615, Dec. 1965.
106. LOGUE, Dennis E. "An Experiment in International Diversification". Journal of Portfolio Management, p.22-27, Fall 1982.
107. LOWENSTEIN, Louis. Sense and Nonsense in Corporate Finance. New York, Addison Wesley Publishig Company, Inc., 1991.
108. MADURA, Jeff. International Financial Management. 2nd. Edition. St. Paul, West Publishing Co., 1989.
109. MADURA, Jeff & WHYTE, Ann Marie. "Diversification Benefits of Direct Foreign Investment". Management International Review, Vol.30, 1, p.73-85, 1990.
110. MALLIARIS, A.G. & URRUTIA, Jorge L. "The International Crash of October 1987: Causality Tests". Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.27, No.3, p.353-364, Sept. 1992.
111. MARKOWITZ, Harry M. "Portfolio Selection". Journal of Finance, VII, No.1, p.77-91, Mar. 1952.
112. _____. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. New York, John Wiley & Sons, 1959.
113. _____. "Foundation of Portfolio Theory". Journal of Finance, Vol.XLVI, No.2, p.469-477, June 1991.
114. MARR, M. Wayne; TRIMBLE, John L.; VARMA, Raj. "On the Integration of International Capital Markets: Evidence From Eurocurrency Offerings". Financial Management, p.11-21, Winter 1991.
115. MATHUR, Ike & HANAGAN, Kyran. "Are Multinational Corporations Superior Investment Vehicles for Achieving International Diversification?". Journal of International Business Studies, p.135-146, Winter 1983.

116. McCONNELL, John J. & MUSCARELLA, Chris J. "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm". Journal of the Financial Economics, p.399-422, Sept. 1985.
117. MEESE, Richard & ROGOFF, Kenneth. "Was It Real? The Exchange Rate-Interest Differential Relation over the Modern Floating Rate Period". Journal of Finance, p.933-948, Sept. 1988.
118. MEHRA, Rajnish. "On the Financing and Investment Decisions of Multinational Firms in the Presence of Exchange Risk". Journal of Financial and Quantitative Analysis, p.227-244, June 1978.
119. MELLISH, Xander. "Moedas Latino-Americanas já estão entre as Mais Previsíveis no Mundo". GAZETA MERCANTIL, 12 Nov. 1993. p.19.
120. MILLER, Merton H. "Debt and Taxes". Journal of Finance, p.261-275, May 1977.
121. MILLER, Merton H. "The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years". Journal of Economic Perspectives, Vol.2, No.4, p.99-120, Fall 1988.
122. MILLER, Merton H. "Leverage". Journal of Finance, Vol.XLVI, No.2, p.479-488, June 1991.
123. MOAZZAMI, Bakhtiar. "Interest Rates and Inflationary Expectations" Journal of Banking and Finance, 14, p.1163-1170, 1990.
124. MODIGLIANI, Franco & MILLER, Merton. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment". American Economic Review, Vol.XLVIII, No.3, p.261-297, June 1958.
125. _____. "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares". Journal of Business, XXXIV, No.4, p.411-433, Oct. 1961.
126. _____. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction". American Economic Review, Vol.LIII, No.3, p.433-443, June 1963.
127. MORCK, Randall & YEUNG, Bernard. "Why Investors Value Multinationality". Journal of Business, Vol.64, No.2, p.165-187, Apr. 1991.
128. MOSSIN, J. "Equilibrium in a Capital Asset Market". Econometrica, p.768-783, Oct. 1966.
129. MYERS, Stuart C. "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: Implications for Capital Budgeting". Journal of Finance, Vol.XXIX, p.1-25, Mar. 1974.
130. _____. "Determinants of Corporate Borrowing". Journal Financial Economics, p.147-175, Nov. 1977.

131. MYERS, Stuart C. & MAJLUF, N. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have". Journal of Financial Economics, p.187-221, June 1984.
132. NAUMANN-ETIENNE, Ruediger. "A Framework for Financial Decisions in Multinational Corporations - Summary of Recent Research". Journal of Financial and Quantitative Analysis, p.859-874, Nov. 1974.
133. NESS Jr., Walter L. "U.S. Corporate Income Taxation and the Dividend Remittance Policy of Multinational Corporations". Journal of International Business Studies, p.67-77, Spring 1975.
134. _____. Vantagens Financeiras das Empresas Multinacionais. Rio de Janeiro, RJ, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1979.
135. NICHOLS, Nancy A. "Efficient? Chaotic? What's the New Finance?". Harvard Business Review, Vol.71, No.2, p.50-60, Mar.-Apr. 1993.
136. ODIER, Patrick & SOLNIK, Bruno. "Lessons for International Asset Allocation". Financial Analysts Journal, p.63-77, Mar.-Apr. 1993.
137. PENNAR, Karen. "Is the Financial System Shortsighted?". BUSINESS WEEK, Mar. 03 1986. Reprinted in *The International Executive Portfolio 1987*, p.225-226, 1987.
138. PORTER, Michael E. "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System". Harvard Business Review, p.65-82, Sept.-Oct. 1992.
139. REESE, Jennifer. "America's Most Admired Corporations". FORTUNE, p.16-31, Feb. 1993.
140. RILEY, Barry. "Corporações Modificam Relatórios". GAZETA MERCANTIL, 28 Set. 1993. Leitura de Fim de Semana, p.2.
141. ROBERTS, Harry. Statistical Versus Clinical Prediction of the Stock Markets. University of Chicago, May 1967. Unpublished paper, *Seminar on the Analysis of Security Prices*.
142. RODRIGUEZ, Rita M. & CARTER, E. Eugene. International Financial Management. 3rd. Edition. Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice-Hall International Inc., 1984.
143. ROLL, Richard. "A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests - Part I: On Past and Potential Testability of the Theory". Journal of Financial Economics, 4, p.129-176, Mar. 1977.
144. _____. "Violations of the Law of One Price and Their Implications for Differentially-Denominated Assets". In: SARNAT, Sarnat & SZEGO, George, ed. International Finance and Trade. Cambridge, Ballinger, 1979.

145. _____. "The International Crash of October 1987". Financial Analysts Journal, p.19-35, Sept./Oct. 1988.
146. _____. "Industrial Structure and the Comparative Behavior of International Stock Market Indices". Journal of Finance, Vol.XLVII, No.1, p.3-41, Mar. 1992.
147. ROSS, Stephen A. "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing". Journal of Economic Theory, 13, p.341-360, 1976.
148. _____. "The Determinants of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach". Bell Journal of Economics, p.23-40, Spring 1977.
149. _____. "Comment on the Modigliani-Miller Propositions". Journal of Economic Perspectives, Vol.2, No.4, p.127-133, Fall 1988.
150. _____. "Finance". In: New Palgrave Dictionary of Money & Finance. London, Macmillan Press Ltd., Vol.2, p.26-41, 1992.
151. ROSS, Stephen A. & WESTERFIELD, Randolph W. Corporate Finance. St. Louis, Times Mirror/Mosby College Publishing, 1988.
152. RUBINSTEIN, M.E. "A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory". Journal of Finance, p.167-181, Mar. 1973.
153. RUTTERFORD, Janette. "An International Perspective on the Capital Structure Puzzle". Midland Corporate Finance Journal, p.72, Fall 1985.
154. SANVICENTE, Antonio Z. Empresas Multinacionais: Estrutura Administrativa e Administração Financeira. Rio de Janeiro, Editora da Universidade de São Paulo, Livros Técnicos e Científicos Editora S.A., 1975.
155. SAUDAGARAN, Sharokh M. "An Empirical Study of Selected Factors Influencing the Decision to List on Foreign Stock Exchanges". Journal of International Business Studies, p.101-128, Spring 1988.
156. SCARLATA, Jodi G. "Institutional Developments in the Globalization of Securities and Futures Markets". Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, 74:1, p.17-30, Jan./Feb. 1992.
157. SEKELY, William S. & COLLINS, J. Markham. "Cultural Influences on International Capital Structure". Journal of International Business Studies, p.87-100, Spring 1988.
158. SENBET, Lemma W. "International Capital Market Equilibrium and the Multinational Firm Financing and Investment Policies". Journal of Financial and Quantitative Analysis, p.455-480, Sept. 1979.

159. SHAKED, Israel. "Are Multinational Corporations Safer?". Journal of International Business Studies, p.83-106, Spring 1986.
160. SHAPIRO, Alan C. "Financial Structure and Cost of Capital in the Multinational Corporation". Journal of Financial and Quantitative Analysis, p.211-226, June 1978.
161. _____. "What does Purchasing Power Parity Mean". Journal of International Money and Finance, 2, p. 295-318, 1983.
162. _____. "International Banking and Country Risk Analysis". Midland Corporate Finance Journal, 4:3, p.56-64, Fall 1986.
163. _____. Multinational Financial Management. 4th. Edition. Needham Heights, Massachusetts, Allyn and Bacon, 1992.
164. SHAPIRO, Alan C. & TITMAN, Sheridan. "An Integrated Approach to Corporate Risk Management". Midland Corporate Finance Journal, p.41-56, Summer 1985.
165. SHARPE, William F. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk". Journal of Finance, Vol.XIX, No.3, p.425-442, Sept. 1964.
166. SHILLER, Robert J. Who's Minding the Store. New York, The Twentieth Century Fund Press, 1992.
167. SIEGEL, Jeremy J. "Equity Risk Premia, Corporate Profit Forecasts, and Investor Sentiment around the Stock Crash of October 1987". Journal of Business, Vol.65, No.4, p.557-570, 1992.
168. SOENEN, Luc A. "Risk Diversification Characteristics of Currency Cocktails". Journal of Economics and Business, 40, p.177-189, 1988.
169. SOLNIK, Bruno H. "Why Not Diversify Internationally Rather than Domestically". Financial Analysts Journal, p.48-54, July-Aug. 1974(a).
170. _____. "An Equilibrium Model of the International Capital Market". Journal of Economic Theory, 8, p.500-524, Aug. 1974(b).
171. _____. "Testing International Asset Pricing: Some Pessimistic Views". Journal of Finance, p.503-512, May 1977.
172. _____. "International Parity Conditions and Exchange Risk: A Review". Journal of Banking and Finance, 2, p.281-293, 1978.
173. _____. "International Arbitrage Pricing Theory". Journal of Finance, Vol.XXXVIII, p.449-457, May 1983.

174. _____. International Investments. 2nd. Edition. Reading, Massachusetts, Addison-Wesley Publishing Co., 1991.
175. SOLNIK, Bruno H. & NOETZLIN, Bernard. "Optimal International Asset Allocation". Journal of Portfolio Management, p.11-21, Fall 1982.
176. SPEIDELL, Lawrence S. & BAVISHI, Vinod B. "GAAP Arbitrage: Valuation Opportunities in International Accounting Standards". Financial Analysts Journal, p.58-66, Nov.-Dec. 1992.
177. STANLEY, Marjorie T. "Capital Structure and Cost of Capital for the Multinational Firm". Journal of International Business Studies, p.103-120, Spring-Summer 1981.
178. _____. "Cost of Capital in Capital Budgeting for Foreign Direct Investment". Managerial Finance, 16:2, p.13-16, 1990.
179. STAPLETON, Richard C. & SUBRAHMANYAM, Marti. "Market Imperfections, Capital Market Equilibrium, and Corporation Finance". Journal of Finance, p.307-319, May 1977.
180. STEHLE, Richard F. "An Empirical Test of the Alternative Hypothesis of National and International Pricing of Risk Assets". Journal of Finance, p.493-502, May 1977.
181. STIGLITZ, Joseph E. "On the Irrelevance of Corporate Financial Policy". American Economic Review, 64, p.851-866, 1974.
182. STIGLITZ, Joseph E. "Why Financial Structure Matters". Journal of Economic Perspectives, Vol.2, No.4, p.121-126, Fall 1988.
183. STONEHILL, Arthur & DULLUM, Kare B. Internationalizing the Cost of Capital in Theory and Practice: The Novo Experience and National Policy Implications. New York, Wiley, 1983.
184. STONEHILL, Arthur & STITZEL, Thomas. "Financial Structure and Multinational Corporations". California Management Review, p.91-96, Fall 1969.
185. STULZ, René M. "On the Effects of Barriers to International Investment". Journal of Finance, p.923-933, Sept. 1981(a).
186. _____. "A Model of International Asset Pricing". Journal of Financial Economics, p.383-406, Dec. 1981(b).
187. _____. "Pricing Capital Assets in an International Setting: An Introduction". Journal of International Business Studies, 1985.

188. THOMAS, Lee R. "Currency Risks in International Equity Portfolios". Financial Analysts Journal, p.68-70, Mar.-Apr. 1988.
189. _____. "The Performance of Currency-Hedged Foreign Bonds". Financial Analysts Journal, p.25-31, May-June 1989.
190. THORNTON, Daniel L. "Tests of Covered Interest Rate Parity". Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, p.55-66, July/Aug. 1989.
191. TOBIN, James. "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk". Review of Economic Studies, Vol.XXV(2), No. 67, p.65-86, Feb. 1958.
192. VAN HORNE, James C. Financial Management and Policy. 9th. Edition. Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall, Inc., 1992.
193. VIREN, Matti. "The Long Run Relationship between Interest Rates and Inflation". Journal of Banking and Finance, 13, p.571-585, 1989.
194. WESTON, J. Fred. "What MM Have Wrought". Financial Management, p.29-38, Summer 1989.
195. WESTON, J. Fred & COPELAND, Thomas E. Managerial Finance. 9th. Edition. Orlando, Florida, The Dryden Press, 1992.
196. WHEATLEY, S. "Some Tests of International Equity Integration". Journal of Financial Economics, p.177-212, 1988.
197. WHITT Jr., Joseph A. "Purchasing-Power Parity and Exchange Rates in the Long Run". Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review, p.18-32, July/Aug. 1989.
198. WILLIAMS, John Burr. The Theory of Investment Value. Cambridge, Harvard University Press, 1938.
199. WOLF, Martin. "Como o Novo ERM pode Afetar os Bônus". GAZETA MERCANTIL, 29 /Out. 1993. Leitura de Fim de Semana, p.2.
200. ZENOFF, David B. & ZWICK, Jack. International Financial Management. Englewood Cliffs, Prentice-Hall, Inc., 1969.