

Globalização, estabilização e o colapso da empresa nacional

João Furtado
Maurício Ribeiro do Valle

Apresentação

O tecido econômico e empresarial brasileiro vem sofrendo um processo intenso de concentração e de desnacionalização. No início dos anos 1990, ele atingiu alguns poucos segmentos do setor industrial, de forma aparentemente episódica. Isso deu margem a interpretações fortuitas, caso a caso.¹ Depois da estabilização, o movimento ganhou ímpeto e estendeu-se à maior parte dos setores. Se, em alguns casos, o processo de fusão e aquisição envolve compra por firmas nacionais, isso é o primeiro passo antes de uma aquisição definitiva por empresas estrangeiras. Aumenta a concentração, mas acentua-se, sobretudo, a desnacionalização.²

As explicações que têm sido dadas a esse processo pecam por falta de generalidade e de abrangência. De fato, essas análises elucidam em detalhe casos individuais, mas são impotentes diante de tantas ocorrências simultâneas.³ Da mesma forma, as explicações centradas nos elementos técnicos ou produtivos, ligados ao “atraso”, são incapazes de compreender por que razão são absorvidas empresas “mais avançadas” técnica e economicamente, enquanto permanecem sob controle nacional outras “mais atrasadas”. Finalmente, o fenômeno não pode em nenhum caso ser confundido com o que ocorre em outros países industrializados ou com ambições industriais, pois aí verifica-se um movimento simétrico: empresas nacionais são adquiridas por estrangeiras, enquanto outras fazem o inverso.

Este artigo esboça uma explicação simples, mas abrangente, para essa vaga de desnacionalização. Nós combinamos elementos da teoria financeira das empresas com outros ligados ao funcionamento das firmas nacionais e estrangeiras nos âmbitos produtivo e comercial para deduzir os efeitos sobre o valor dos ativos, segundo duas diferentes avaliações. São elas a do titular atual e a do candidato externo à aquisição. Evidentemente, consideramos para isso os elementos do novo quadro, da economia global e das empresas globalizadas. Embora a argumentação desenvolvida permita considerar explicitamente diferenças setoriais e entre as

(1) Ver, por exemplo, Mendonça de Barros & Goldenstein (1997).

(2) A publicação *Melhores e Maiores*, da revista Exame, mostrou na sua edição de julho de 1998 a evolução da participação das empresas de capital estrangeiro.

(3) O excelente relato que faz Farina (1988) revela os limites das explicações que deixam em plano secundário os elementos financeiros. Por outro lado, Fiesp (1998), estima que esse é um não-problema, um fenômeno que apenas reproduz, de forma ainda atenuada, as tendências internacionais.

empresas, ela sublinha a existência de um elemento comum que é de natureza financeira.

A afirmação mais importante deste artigo é de que este processo decorre das condições em que se produziu a adesão da economia brasileira ao quadro globalizado. Esse quadro emergiu gradualmente no cenário mundial ao longo dos anos 1980 e com vigor redobrado nos anos 1990. Para ele convergiu a economia brasileira desde o início dos anos 1990. Desde a estabilização dos preços, em 1994, isso ocorreu de forma mais aberta⁴ e mais determinada.

Para desenvolver essa argumentação, o artigo inicia com uma brevíssima exposição sobre o quadro da globalização e as condições em que ocorreu a adesão brasileira (seção 2). Em seguida, introduzimos alguns elementos de teoria financeira das empresas, por intermédio dos artigos clássicos de Modigliani & Miller (seção 3), de onde retiramos os elementos instrumentais para a análise de uma situação que claramente ultrapassa os limites restritivos do modelo de investimento difundido, cujas hipóteses são depois relaxadas (seção 3.1). De fato, essa formulação serve, nos limites deste artigo, para especificar os parâmetros que presidem as avaliações de um mesmo ativo por seus detentores atuais e pelos candidatos à aquisição (seção 3.2). A seção 3.3 faz uma aplicação do modelo. Os leitores familiarizados com as proposições e os instrumentos dos modelos de Modigliani e Miller, assim como aqueles desejosos de ver somente a aplicação analítica, podem, na seção 3, abreviar a seção 3.1.

As diferentes avaliações dos possíveis detentores de um ativo envolvem as características das empresas nacionais e dos seus rivais estrangeiros em termos de parâmetros financeiros, mas também a capacidade que têm umas e outras em termos de estruturas de custos e de formação de preços. Esses elementos manifestamente nos afastam do quadro da concorrência perfeita e da livre e perfeita informação. Igualmente, a introdução de mudanças significativas nos parâmetros ao longo do tempo nos remete a um quadro mais dinâmico do que o da formulação tradicional. Para encerrar o artigo, busca-se uma síntese conclusiva, relacionando os aspectos indicados e formalizados com elementos de uma possível interpretação.

1. O quadro da economia globalizada e a adesão brasileira

O debate brasileiro sobre o processo de globalização foi profundamente influenciado por algumas das suas manifestações mais imediatas. Os anos de crise, com elevada instabilidade e crescimento modesto no Brasil, coincidiram com a

(4) Alguém pode objetar que a abertura ocorreu até o início dos anos 1990, e que após a sua consolidação houve medidas de caráter menos “aberturista” e no sentido de uma proteção mais elevada. O exame simples das tarifas ou das medidas protecionistas pontuais (o “regime automotivo”) pode dar margem para esta interpretação, mas não se pode ignorar que as condições permissivas só alcançaram as proporções atuais em razão da fixação de uma taxa cambial que, mais do que permitir importações, as induz e as estimula.

introversão dos fluxos de investimento direto e financeiro dos países avançados (mais preocupados em salvaguardar ou conquistar posições nos principais mercados do que em prosseguir a sua internacionalização para os espaços periféricos). Em contraposição a esse quadro, a reinserção recente da economia brasileira nos fluxos internacionais de crédito e de investimento tem sido interpretada quase sempre a partir do seu significado histórico tradicional – ao mesmo tempo um ingrediente indispensável ao crescimento e um indício de que este está a produzir-se. Essa interpretação não atenta para algumas condições substancialmente novas do quadro atual, da globalização.

Enquanto internacionalmente o debate e os governos oscilam entre considerar a globalização um mito (uma hipótese excessiva) – Hirst & Thompson (1997) – ou uma *fatalidade* (efeitos adversos em parte inescapáveis), a política econômica do Brasil optou por considerá-la um fenômeno completamente incontornável e amplamente favorável. Aderiu-se ao novo quadro sem ressalvas, exatamente porque ele foi considerado um processo essencialmente positivo. Para a política econômica brasileira, desde os momentos fundamentais da estabilização dos preços promovida pelo Plano Real, a globalização é uma *bênção*. Por essa razão, longe de colocar travas ou condicionantes ao processo, o governo optou por fomentá-lo com poucas reservas.

Naquilo que interessa à argumentação que será desenvolvida na próxima seção, a globalização envolve duas dimensões fundamentais, uma financeira e a outra produtiva (englobando os aspectos tecnológicos e os comerciais).⁵ Na dimensão financeira, é necessário ressaltar o caráter mais penetrante dos fluxos financeiros internacionais, e isso antes mesmo que sejam implementadas as medidas dos acordos internacionais do GATT-OMC e do novo AMI.⁶ Mas entre fluxos financeiros penetrantes e uma adesão aberta ao quadro da finança globalizada há enormes diferenças, a principal sendo a renúncia a uma política monetária e financeira que preserve algum grau de autonomia em relação aos influxos de capitais. Isto significa, para as firmas de países como o Brasil, uma enorme discriminação nas condições de acesso a esses recursos. E eis aí uma fonte de fragilidade para as empresas nacionais, pois elas estão agora envolvidas num quadro de concorrência mais direta, com produtores estabelecidos localmente que incorporaram parâmetros globalizados.

Essa concorrência direta traduz-se numa explicitação sem reservas ou salvaguardas de duas fontes tradicionais de desvantagens das empresas locais perante as empresas “globalizadas”. Em termos sobretudo produtivos mas também

(5) Para uma análise econômica da globalização a partir dos países centrais, e na ótica destes, ver Chesnais (1996a, 1996b). Para a análise das periferias no processo de globalização que fundamenta o desenvolvimento feito neste artigo, ver Furtado (1997).

(6) O novo Acordo Multilateral sobre Investimentos, em fase de negociação no âmbito da OCDE, deverá generalizar-se como prática das negociações internacionais e das exigências para todos os países (*The Economist*).

comerciais, as grandes empresas estrangeiras tiveram sempre vantagens sobre as suas concorrentes locais (Tavares, Façanha & Possas, 1978; Possas, 1977). No entanto, o caráter fragmentado e multidoméstico das suas operações servia de atenuante para as desvantagens das empresas locais, como também a sua precedência no mercado⁷ e a ação explícita da política econômica nacional. Mas, mesmo no caso em que essa atenuante não existia, as empresas estrangeiras raramente estavam interessadas em desencadear processos agressivos de conquista de parcelas de mercado, preferindo colher – como lucros diferenciados – as suas vantagens produtivas e comerciais. Explica-se, assim, a possibilidade de convivência das empresas nacionais com rivais muito superiores, assim como a estabilidade da liderança setorial (Tavares, Façanha & Possas, 1978).

Na transição para o quadro globalizado, a ação das empresas internacionalizadas no sentido de superar a fragmentação entre espaços nacionais concorre para criar um ambiente verdadeiramente novo, em que a unidade local, mais parcializada, se integra de forma mais subordinada na configuração global da empresa matriz e do seu sistema de filiais de diferentes níveis hierárquicos. É a partir dessa nova situação que a empresa nacional/localizada, com internacionalização nula ou limitada, se vê diante de uma situação de horizonte muito limitado e precário. As novas configurações empresariais e os padrões setoriais de concorrência são agora definidos de uma forma que transcende o quadro local, inviabilizado pela ascensão dos parâmetros globais. Os custos das empresas, no âmbito da tecnologia, da produção e da comercialização, são agora compostos em grande medida por custos fixos (em grande parte elementos intangíveis) que têm características “mundializadas”, quer dizer, são concebidos e realizados diretamente nesta base e tornam-se inviáveis em qualquer outra.

Essa “passagem” do quadro nacional, com empresas nacionais e filiais de empresas multidomésticas, ao global tem conseqüências decisivas. Aqui e na formulação que é desenvolvida neste artigo, as empresas globalizadas têm, em comparação com as nacionais (locais), uma vantagem decisiva nos custos (inferiores) e uma outra nas receitas (superiores). Isso lhes confere um horizonte e possibilidades de rentabilidade que inexistem para as empresas locais.

Uma conseqüência dessa desigualdade objetiva entre empresas locais e globais são as respectivas condições de acesso aos recursos financeiros. Por razões evidentes, o mercado avalia muito diferentemente as perspectivas de rentabilidade dessas empresas, com horizontes muito distintos. A discriminação que daí decorre nos termos e nas condições de acesso aos recursos do mercado financeiro internacional é, portanto, inevitável. Entretanto, ela atinge níveis que são muito

(7) Sylos Labini (1980). O fato de que a empresa nacional seja, em muitos casos, a “incumbente”, pode conferir-lhe algumas vezes vantagens e mesmo a liderança nos mercados, mesmo diante de rivais de tamanho superior. Explica também, possivelmente, o fato de que ela possa resistir de forma duradoura. Mas nós veremos adiante que isso não modifica a importância das divergências de avaliação dos seus ativos, sob a titularidade antiga versus uma nova; e que o quadro global explicita abruptamente essa nova realidade.

exagerados para os seus fundamentos, e estão associados a uma situação de escassez prolongada de créditos e de recursos financeiros.

Somam-se, portanto, três componentes a alterar fundamentalmente a equação de financiamento e a rentabilidade das empresas globalizadas, de um lado, e das firmas locais, de outro lado: no faturamento, nos custos de operação e nos custos de capital. Nós veremos as conseqüências disso na seção 3, após termos mencionado a forma de adesão do Brasil a esse quadro (seção 2) e introduzido a equação de avaliação de ativos que nos serve de instrumento (seção 3.1).

2. As condições da adesão brasileira ao quadro globalizado e as suas conseqüências

Tendo baseado a avaliação do quadro internacional em elementos reveladores de um grande otimismo, a estabilização brasileira ignorou o enorme atraso das empresas brasileiras em termos de internacionalização (comercial, mas, sobretudo, produtiva). Ela desconheceu também que o quadro globalizado permanece muito diferenciado e fortemente hierarquizado.

Submetidas a um processo de empobrecimento industrial prolongado, assim como a condições financeiras extremamente problemáticas,⁸ as empresas locais foram subitamente colocadas diante do quadro globalizado, de uma abertura persistente (a condição “permissiva”) somada a um surto de crescimento (propiciado pela estabilização dos preços). Isso ocorreu em condições de câmbio valorizado e taxas de juros reais muito elevadas. O resultado desse processo foi uma súbita exposição à concorrência no quadro de parâmetros globalizados.

O acesso das empresas domésticas aos recursos financeiros do mercado internacional é um substituto incontornável para a inexistência de recursos de financiamento adequados. Isso explica a rapidez com que elas se lançaram à conquista de “colocações”, tão logo o mercado internacional começou a buscar aplicações mais rentáveis e passou a aceitar papéis com risco superior. Se esses recursos resolvem o problema dos aplicadores e correspondem às necessidades mais prementes das firmas tomadoras, eles não são de nenhuma valia, a médio e longo prazos, para as empresas que precisam concorrer com rivais (diretos ou indiretos) que possuem acesso de “primeira linha” a recursos financeiros. Aliás, em muitos casos, essa busca de recursos financeiros foi tão-somente um meio de arbitragem entre taxas externas e internas. Assim, mesmo se as suas condições fossem equivalentes em termos produtivos e comerciais, as empresas nacionais

(8) Na prática, essas condições significavam uma inversão da função financeira tal como ela é normalmente concebida. Por um lado, as empresas tinham acesso limitado aos recursos financeiros, em condições muito desfavoráveis. Por outro lado, elas tornaram-se hiperlíquidas e, em muitos casos, aplicadoras de recursos tão significativos que os lucros não operacionais superavam os operacionais. Sobre esse ponto, ver os trabalhos do IESP-FUNDAP, bem como Bacic (1990).

teriam, como efeito das condições desfavoráveis de acesso aos mercados financeiros, a desvantagem de uma sangria permanente sobre os seus balanços, deprimindo com isso as suas possibilidades de expansão e marginalizando-as das condições de concorrência prevalentes nos principais mercados. É por isso que a valorização cambial da estabilização é duplamente nociva para as empresas brasileiras: ao mesmo tempo em que oferece um mercado e um espaço industrial atraente para empresas em busca de oportunidades comerciais e de posições produtivas, ela retira das empresas locais e de atividades localizadas (ou circunscritas) o mínimo da segmentação (o quadro nacional) que lhes permitia condições de existência autônomas.

A subordinação da política econômica às conveniências da estabilização determinou que essas opções de curto prazo, cujos resultados estão longe de assegurados, se projetassem sobre um futuro extremamente longo. Afinal, enquanto a estabilidade dos preços depende hoje de um afluxo de recursos financeiros internacionais, que exige taxas de juros elevadas e a manutenção de um cronograma de privatização que fomente a entrada de divisas, a desnacionalização do tecido econômico e empresarial brasileiro é definitiva e atingiu proporções que poderão, por si só, comprometer a evolução futura da economia brasileira e qualquer possibilidade de crescimento sustentado.

Há que considerar aqui dois pontos, um das empresas, da produção e do crescimento, o outro ligado ao balanço de pagamentos. Porque as empresas podem, agora, com as tecnologias da informação, da microeletrônica e das comunicações, segmentar globalmente os seus processos produtivos e as funções empresariais que correspondem a cada espaço; e os investimentos possuem muito menos possibilidades do que no passado de produzir enraizamento e efeitos substanciais ou duráveis. Por outro lado, a desnacionalização de amplos espaços do tecido econômico nacional representa uma sangria permanente sobre o balanço de pagamentos, mesmo quando alguns – hoje, poucos – dos investimentos diretos estrangeiros estiverem associados à criação de novas capacidades exportadoras.⁹ É isso que torna o tema da desnacionalização das empresas e a análise dos seus determinantes uma questão angular.

3. O custo de capital e o valor de empresas

A teoria neoclássica do financiamento das empresas tem nas contribuições de Modigliani e Miller uma das suas referências tradicionais. Muito do artigo original desses autores e dos desenvolvimentos que vieram a ser feitos posteriormente, assim como a ampla incorporação aos textos didáticos e ao conhecimento difundido, deve-se à congruência da formulação com relação às

(9) Ver Laplane & Sarti (1998).

hipóteses básicas do modelo neoclássico. São, no entanto, importantes e numerosas as críticas a essa formulação.¹⁰ No essencial, elas correspondem às críticas regularmente dirigidas à teoria neoclássica do investimento da firma. Elas são enunciadas por Gordon, por exemplo, em cinco grupos,¹¹ mas nós nos atemos aqui a um único ponto que é essencial para a presente argumentação. Trata-se da consideração das oportunidades de investimento da firma como dependentes das decisões passadas e dos seus resultados em termos de posição na indústria e no quadro da concorrência, com vistas a superar o atomismo, a completa informação e a concorrência perfeita.

Esse aspecto da crítica é fundamental pelo seu realismo, mas também por servir para explicar as diferenças nas avaliações dos ativos das empresas pelos seus detentores e pelos seus possíveis compradores. De fato, num quadro de mudanças estruturais e institucionais muito abrangentes, modificam-se os parâmetros de avaliação das empresas e dos investidores, mas eles não mudam na mesma proporção e nem sequer na mesma direção. Nós utilizamos em nossa formulação, que parte da equação de Modigliani e Miller (doravante MM), um ponto dessa crítica, permitindo-nos considerar o caráter diferenciado das avaliações em relação aos fluxos de rendimentos e aos parâmetros financeiros com que eles são avaliados. O fluxo esperado de rendimentos de um ativo, como as receitas e os custos, depende das características dos seus detentores. A passagem de um quadro nacional (onde há segmentação com respeito ao quadro externo) a um quadro global (em que a segmentação se reduz de forma substancial) corresponde precisamente à explicitação de um novo quadro da concorrência, em que os fluxos reais se modificam substancialmente e de forma intempestiva.

A seção seguinte apresenta os elementos básicos de um modelo tradicional de avaliação de ativos, preparando os elementos para a sua aplicação, na segunda seção, a uma equação de rendimentos esperados. Ela explicita preços, custos unitários variáveis e fixos e quantidades. É sobre essa equação que são introduzidos parâmetros de ajuste que permitem explicitar a condição da empresa brasileira perante a empresa globalizada. Os resultados são, depois, apresentados

(10) Estas críticas à teoria neoclássica do investimento da firma precedem o artigo de Modigliani e Miller, remontando a 1956, ao artigo inicial de Gordon & Shapiro (1956). Aliás, as implicações dessas diferenças merecem ainda amplo espaço do debate acadêmico: o *Journal of Post-Keynesian Economics* dedicou à questão um número especial (verão de 1992), ampliado depois num livro editado por Paul Davidson (1993). O livro de Myron J. Gordon (1994) inscreve-se também nessa linha. O *JPKE* do inverno de 1997-98 (v. 20, n. 2) inclui também um artigo crítico à formulação tradicional. Ver Glickman (1997-98).

(11) “(1) *Real persons are portfolio investors who only hold financial assets, while corporate persons hold and invest in the real productive assets of the economy.* (2) *Each corporation serves its stockholders by making the maximization of its current market value the sole criterion in its investment and financing decisions. The value of a corporation is independent of its financing decisions, that is,* (3) *its capital structure, and (4) its dividend policy. The latter is the choice between retention of earnings and sales of shares in financing its investment.* (5) *Most important is the equal opportunity assumption, that the investment opportunities a corporation will have on any future date are independent of its prior investment and other decisions. These opportunities arise from random strokes of good fortune*” (Gordon, 1993: 3).

em termos de cada um dos seus efeitos sobre os diferentes fluxos e sobre o valor dos ativos, tanto em termos monetários como relativos.

3.1. Uma equação clássica de avaliação de ativos

No artigo de 1958, MM estabeleceram que “o valor de mercado de qualquer firma é independente de sua estrutura de capital e é dado pela capitalização de seu retorno esperado pela taxa ρ_k apropriada para a sua classe” (proposição 1). Em relação a essa classe ou categoria, de acordo com MM58, encontram-se numa determinada classe empresas que teriam “retornos equivalentes”.

Considerando já em 1958 o impacto do imposto de renda sobre o fluxo gerado pelos ativos de uma firma, Modigliani e Miller formalizam o problema do seguinte modo:

i) fluxo total (lucro líquido mais juros) gerado pelos ativos da firma:

$$\bar{X}^\tau \equiv (\bar{X} - rD)(1 - \tau) + rD \quad (1), \text{ onde}$$

\bar{X} : lucro gerado pelos ativos, antes de juros e IR, em termos esperados;

τ : alíquota de IR;

D : Dívida; e

r : taxa de juros.

ii) taxa de desconto apropriada:

ρ^τ : taxa de capitalização para o fluxo líquido de impostos para a firma de uma determinada classe.

A partir desses elementos, os autores formalizam sua proposição 1, como segue:

$$V = \frac{\bar{X}^\tau}{\rho^\tau} = \frac{(\bar{X} - rD)(1 - \tau) + rD}{\rho^\tau}, \text{ ou de outra forma,}$$

$$V = \frac{\bar{X}(1 - \tau) + rD\tau}{\rho^\tau}, \text{ ou ainda,}$$

$$V_L = \frac{\bar{X}(1 - \tau)}{\rho^\tau} + \frac{rD\tau}{\rho^\tau} \quad (2), \text{ onde}$$

V_L : Valor de uma firma com dívidas (L: *levered*)

$\bar{X}(1 - \tau)$: fluxo após IR gerado por uma empresa sem dívida; e

$rD\tau$: economia de IR permitida pelo endividamento.

Para essa demonstração, consideramos o fluxo total gerado pelos ativos de uma empresa como sendo $X^\tau = (\bar{X} - rD)(1 - \tau) + rD$. Em MM63, os autores separam o fluxo total em dois componentes ($X^\tau = \bar{X}(1 - \tau) + rD\tau$) e afirmam que

trata-se de um fluxo certo, $rD\tau$, e outro incerto, $\bar{X}(1-\tau)$. Em relação à *certeza* do primeiro fluxo, os autores traçam duas qualificações: i) a empresa sempre obterá o benefício da dedutibilidade dos juros para o cálculo do IR e ii) a taxa de juros permanecerá inalterada.

A partir da constatação de diferenças em relação à certeza das duas partes do fluxo gerado pelos ativos da empresa, os autores concluem que elas devem ser descontadas por diferentes taxas. Para o fluxo incerto, $\bar{X}(1-\tau)$, idêntico ao fluxo de uma empresa não endividada, a taxa considerada deve ser ρ^f , a taxa com a qual o mercado capitaliza um fluxo líquido de impostos de uma empresa sem dívidas de tamanho \bar{X} numa determinada classe. Para o fluxo certo, $rD\tau$, deve-se considerar a taxa r , com a qual o mercado capitaliza um fluxo certo gerado por dívida.

O uso da taxa ρ^f poderia parecer um impedimento à formulação, pois poder-se-ia argumentar que o mercado não consegue estabelecer uma taxa de capitalização para um fluxo de uma empresa sem dívidas dada a dificuldade (e irrealismo) de se conceber uma empresa desse modo. Para superar esse problema, pensemos numa taxa de capitalização do fluxo gerado por ativos, tal como é assumida pelos mercados. Essa rentabilidade esperada é a taxa ρ^f que, aplicada ao valor do ativo V , gera o fluxo $\bar{X}(1-\tau)$. Invertendo o raciocínio, o fluxo $\bar{X}(1-\tau)$ capitalizado a ρ^f nos fornece V , o valor básico dos ativos, independente da forma como estão sendo financiados. O valor total da empresa poderá ser acrescido com a capitalização da economia de pagamento de IR possibilitada pelo endividamento.

A partir disso, o valor de uma empresa com dívidas, que na formulação de 1958 foi considerado

$$V_L = \frac{\bar{X}(1-\tau)}{\rho^f} + \frac{rD\tau}{\rho^f} \quad (2'), \text{ passa a ser}$$

$$V_L = \frac{\bar{X}(1-\tau)}{\rho^f} + \frac{rD\tau}{r} \quad (3), \text{ ou}$$

$$V_L = \frac{\bar{X}(1-\tau)}{\rho^f} + D\tau, \text{ ou ainda } V_L = V_U + D\tau, \text{ onde } V_U: \text{ Valor de uma}$$

empresa sem dívida. As fórmulas (2') e (3) sintetizam a diferença substancial entre as formulações elaboradas em 1958 e 1963. Efetivamente, a diferença que há entre as formulações resulta da taxa de capitalização do fluxo decorrente da economia de IR considerado por MM como um fluxo certo e, por isso, capitalizado pela taxa que o gerou, a taxa de juros da dívida r .

Uma das contribuições dessas formulações pode ser resumida na proposição 1, onde os autores colocam o valor da empresa, substancialmente, como função do seu fluxo operacional, onde pesam aspectos de mercado e

tecnológicos, assim como da rentabilidade esperada desse fluxo. Essas formulações nos fornecem os elementos instrumentais para analisar a desnacionalização das empresas, quando dois agentes possuem avaliações diferenciadas. Isso se torna possível quando relaxamos as hipóteses assumidas pelos autores, sobretudo a quinta e última, que concerne às oportunidades de investimento. De fato, não apenas essas oportunidades não são idênticas para uns e outros, mas a própria avaliação que cada qual faz dos fluxos futuros de rendimentos depende das posições passadas e das condições que cada um reuniu para aproveitar ou sofrer as mudanças que se produziram no funcionamento da economia e no seu entorno institucional. Por essa razão, o processo que descrevemos e analisamos é compatível, sobretudo, com uma leitura do comportamento das empresas e das decisões de investimento que admita uma taxa de capitalização diferenciada entre empresas e ao longo do tempo, inclusive com influências intertemporais e comportamentos estratégicos.

Para o nosso trabalho, a escolha de qualquer das taxas indicadas não altera a argumentação. As conclusões dependem, em primeiro lugar, de uma diferenciação crescente das taxas de desconto.

3.2. Globalização e o valor das empresas brasileiras

Este ponto será desenvolvido a partir da formulação para avaliação de uma firma com dívidas elaborada por MM em seu artigo de 1963.¹² A partir dessa formulação, faremos qualificações às variáveis consideradas, para fugir de suas hipóteses restritivas e comparar uma empresa brasileira com a sua concorrente “mundializada”, supondo que ambas têm acesso aos mercados financeiros internacionais, porém em diferentes condições.

Retomando a expressão (3)¹³: partimos do pressuposto de que essa fórmula está pronta para avaliar a Empresa Mundializada, doravante EM. Após os comentários sobre cada variável, chegaremos a uma formulação que explica o valor da Empresa Brasileira – EB. Considerando ainda o valor da parte da empresa que cabe aos seus acionistas, temos:

$$S = V_L - D = \frac{\bar{X} \cdot (1 - \tau)}{\rho^\tau} + \frac{r \cdot D \cdot \tau}{r} - \frac{r \cdot D}{r} \quad (4)$$

(12) Esta análise poderia utilizar abordagens alternativas, como a do desconto pelo Custo Médio Ponderado de Capital. Essa metodologia seria ainda mais favorável ao nosso argumento, reforçando as nossas conclusões na razão direta das diferenças das taxas de juros e de alavancagem; mas optamos por utilizar uma formulação que supõe neutralidade da estrutura de capital. As conclusões independem dessa hipótese. Um desenvolvimento futuro de tal abordagem permitirá diferenciar as taxas utilizadas no numerador e no denominador do segundo e terceiro termos da equação (4).

(13) Esta expressão assume hipótese de perpetuidade, adotada para simplificar o desenvolvimento matemático. A alternativa seria um fluxo com n períodos com um valor residual no período n .

O fluxo operacional (lucro gerado pelos ativos antes da dedução do serviço da dívida e do imposto de renda) está representado por \bar{X} , que pode ser expresso por:

$$\bar{X} = (p - cv) \cdot Q - CF \quad (5), \text{ onde}$$

p : preço unitário do produto da EM;

cv : custos e despesas variáveis unitários do produto da EM;

Q : quantidade produzida e vendida pela EM; e

CF : custos e despesas fixos totais de uma EM.

Das expressões (4) e (5) resulta:

$$S = \frac{[(p - cv) \cdot Q - CF] \cdot (1 - \tau)}{\rho^r} + \frac{r \cdot D \cdot \tau}{r} - \frac{r \cdot D}{r} \quad (6)$$

A partir da expressão acima, podemos precisar as diferenças entre EM e EB, especificando os seus respectivos parâmetros.

3.2a. Os fluxos operacionais

Vamos considerar que a EM tem um investimento (ativos tangíveis e intangíveis) e faturamento várias vezes maior que a EB. Durante a internacionalização, no período que vai até os anos 1970, as filiais das grandes empresas eram basicamente de tipo “multidoméstico” (Porter, 1986). Embora possuíssem vantagens, elas operavam em cada país ou região reproduzindo configurações de origem, normalmente em escala menor. A partir da integração global de suas atividades, passa a ocorrer uma diferenciação importante entre a unidade ou a soma de unidades isoladas, de um lado, e a empresa globalizada, de outro lado. A empresa globalizada acumula duas vantagens, uma que se traduz na sua capacidade de diferenciação de produtos, concebidos para a sua escala mundial de operações, e outra que se expressa em custos inferiores, decorrentes de uma integração global (que aproveita os fatores lá onde eles são mais baratos) e do peso crescente dos custos intangíveis, que têm cada vez mais a característica de custos fixos, diluídos em escala mundial. Essas vantagens da empresa “global” são desvantagens decisivas da empresa “local” (brasileira), e nós vamos tratá-las como diferenças de eficiência adicionadas/deduzidas às variáveis operacionais, representando-as por ε . No entanto, no caso do preço, nós assumimos homogeneidade, as empresas colocando os seus produtos nos mesmos mercados e sujeitas às mesmas restrições advindas dos produtos importados.¹⁴

Em relação aos custos variáveis, por questões como atraso tecnológico e diferenciais de eficiência produtiva, aplicaremos o fator ε_{cv} . À quantidade

(14) Um desenvolvimento futuro permitirá suprimir esta hipótese considerando duas gamas de produtos, uma delas sendo mais diferenciada. Apesar do preço por produto ser idêntico, o preço médio da gama é superior.

aplicaremos o fator de ajuste de tamanho entre as duas empresas, \mathcal{E}_T . Aos custos fixos, além do ajuste de tamanho faremos o ajuste do diferencial de eficiência refletida na estrutura fixa da empresa. Apesar de ser dez vezes menor que a EM, a EB não consegue ter uma estrutura dez vezes menor, daí o ajuste feito por \mathcal{E}_{CF} .

3.2b. As taxas de desconto dos fluxos operacionais, das dívidas e do benefício fiscal

O segundo elemento que devemos qualificar é a taxa com a qual o mercado capitalizaria um fluxo gerado por ativos de uma empresa brasileira. A questão seria, então, determinar a taxa ρ^r com a qual o mercado financeiro internacional estaria capitalizando o fluxo operacional da empresa brasileira. A essa taxa de desconto deveríamos acrescentar o risco EB decorrente das perdas de eficiência do capital, mencionadas anteriormente, e o risco relativo ao seu país-sede, considerado risco país. Assim teríamos a seguinte taxa de capitalização: $\rho^r + \delta_{V,B}$, onde $\delta_{V,B}$ representa os riscos EB e Brasil.

A expressão (4) considera que o fluxo operacional descontado não estará crescendo, ou seja, há uma hipótese de um fluxo perpétuo constante. Sabemos, no entanto, que os investimentos realizados hoje geram oportunidades futuras de novos investimentos. Estes são, por sua vez, capazes de assegurar à empresa novas fontes de proteção para o seu fluxo de rendimentos, seja pelo reforço do seu poder de mercado, seja pela sua capacidade de reduzir os seus custos, seja ainda pelo acúmulo de vantagens tecnológicas. As oportunidades de reinvestimento dos fluxos gerados pelos investimentos e a manutenção da rentabilidade têm como consequência imediata o crescimento do fluxo operacional considerado no processo de avaliação.¹⁵ Isso se traduz na incorporação de um parâmetro de

(15) Quem primeiro discutiu e formulou a inclusão de uma taxa de crescimento do fluxo operacional foram Gordon & Shapiro (1956). Para melhor ilustrar o modo como consideraremos a taxa de crescimento do fluxo, imaginemos o valor presente de uma perpetuidade descontada à taxa i e em que o seu fluxo C cresça a uma determinada taxa g .

$$VP = \frac{C_1}{(1+i)} + \frac{C_1(1+g)}{(1+i)^2} + \frac{C_1(1+g)^2}{(1+i)^3} + \dots + \frac{C_1(1+g)^\infty}{(1+i)^\infty}, \text{ chamando } \frac{C_1}{(1+i)} \text{ de } a \text{ e } \frac{(1+g)}{(1+i)} \text{ de } x$$

temos: $VP = a + ax + ax^2 + \dots + ax^\infty$ que, multiplicado por x , resulta

$VPx = ax + ax^2 + ax^3 + \dots + ax^{\infty+1}$. Subtraindo esta daquela e considerando que o último termo da segunda equação tende a zero quando supomos $i > g$, temos $VP(1-x) = a$. Substituindo a e x , temos

$$VP \left(1 - \frac{(1+g)}{(1+i)} \right) = \frac{C_1}{(1+i)}; \text{ disto, temos } VP \left(\frac{(1+i) - (1+g)}{(1+i)} \right) = \frac{C_1}{(1+i)} \text{ e, finalmente, } VP = \frac{C_1}{i-g}.$$

Merece cuidado especial a hipótese de perpetuidade ao crescimento à taxa g .

crescimento do fluxo esperado e a modificação da expressão final de avaliação da EM para $S = \frac{[(p - cv) \cdot Q - CF] \cdot (1 - \tau)}{\rho^r - g} + \frac{r \cdot D \cdot \tau}{r} - \frac{r \cdot D}{r}$ (7)

Em relação à taxa de juros r , devemos acrescentar os mesmos componentes de risco, EB e Brasil, conforme realizado para a taxa ρ^r .¹⁶ Assim a taxa de juros passa a ser $r + \delta_{D,B}$, e o fluxo da dívida $(r + \delta_{D,B}) \cdot D$.¹⁷ Em relação à dívida, D , consideraremos o nível de endividamento da EB substancialmente menor que o da EM. Para fazer esse ajuste, aplicaremos o fator ε_T que representará o ajuste de tamanho entre as duas empresas e também o fator ε_D que representará o menor grau de endividamento da EB em relação à EM.

3.2c. As expressões de avaliação com os ajustes

A partir destes elementos, pode-se representar o fluxo operacional da EB e a expressão final de avaliação da EB:

$$\bar{X} = (p - cv \cdot \varepsilon_{cv}) \cdot Q \cdot \varepsilon_T - CF \cdot \varepsilon_T \cdot \varepsilon_{CF} \quad (5'), \text{ onde } \varepsilon_{cv} > 1, \varepsilon_{CF} > 1 \text{ e } 0 < \varepsilon_T < 1.$$

$$S_{EB} = \frac{[(p - cv \cdot \varepsilon_{cv}) \cdot Q \cdot \varepsilon_T - CF \cdot \varepsilon_T \cdot \varepsilon_{CF}] \cdot (1 - \tau)}{(\rho^r + \delta_{V,B}) - g_B} + \frac{(r + \delta_{D,B}) \cdot (D \cdot \varepsilon_T \cdot \varepsilon_D) \cdot \tau}{(r + \delta_{D,B})} - \frac{(r + \delta_{D,B}) \cdot (D \cdot \varepsilon_T \cdot \varepsilon_D)}{(r + \delta_{D,B})}$$

(7'); $0 < \varepsilon_D < 1$, refletindo a menor alavancagem da EB.

3.3. A avaliação de três empresas

Para simular a formalização do processo de avaliação aqui proposto, criamos três empresas hipotéticas, a EM, a EB e a EM após incorporar a EB.

i) A avaliação da empresa mundial

A avaliação sugerida da EM resulta diretamente da expressão (7):

$$S_{EM} = \frac{[(50 - 20) \cdot 20 - 400] \cdot (1 - 0,3)}{0,16 - 0,02} + \frac{0,08 \cdot 500 \cdot 0,3}{0,08} - \frac{0,08 \cdot 500}{0,08} = 1000 + 150 - 500 = 650$$

(16) Eventualmente, o detentor da empresa pode mesmo utilizar como taxa de desconto um valor superior, que corresponderia àquele que obteria nas suas aplicações alternativas. Esse é o comportamento típico da empresa que sabe das suas reduzidas possibilidades de permanecer no mercado, tendo um horizonte de cálculo muito reduzido. Em termos de um possível aperfeiçoamento do modelo, isso deveria traduzir-se num parâmetro α , com valor superior a 1 e que seria uma função crescente do tempo, que corrigiria os rendimentos de períodos mais afastados.

(17) A partir da absorção da EB pela EM, ocorre uma eliminação completa da diferença entre o risco empresa da firma mundial e o da sua unidade local, enquanto se verifica uma redução substancial do risco país. Na formalização que se segue, nós supomos que o resíduo dessa redução é nulo.

ii) A avaliação da empresa brasileira

A avaliação sugerida da EB deve incorporar os ajustes nos diversos parâmetros. Supomos, neste caso $\varepsilon_{CV} = 1,05$, $\varepsilon_{CF} = 1,1$, $\varepsilon_T = \frac{1}{10}$ e $\varepsilon_D = \frac{1}{2}$. Quanto aos parâmetros das taxas de desconto, assumimos $\delta_{V,B} = 0,02$, $\delta_{D,B} = 0,04$ e $g_B = 0$, lembrando que para a empresa mundial foi assumido $g = 0,02$. Estes parâmetros, tão modestos quanto arbitrários, merecem qualificações. No período mais favorável, em 1997, antes da crise asiática, as captações das melhores empresas brasileiras pagaram *spreads* (margens) de pelo menos 200 *basis points*. Vamos supor aqui, portanto, um diferencial de 0,02, o limite inferior observado. Quanto à taxa de crescimento do fluxo futuro da perpetuidade, vamos supor o seu valor 0,02. No que se refere aos indicadores operacionais, supomos que os custos variáveis da EB são 5% maiores, que o seu tamanho absoluto é 1/10 e que os seus custos fixos têm, em decorrência destas diferenças de escala, um acréscimo de 10%. Adicionalmente, há que considerar a redução dos custos fixos na EB após a sua incorporação pela EM, que nós fixaremos em 33%.

$$S_{EB} = \frac{[(p - cv \cdot \varepsilon_{cv}) \cdot Q \cdot \varepsilon_T - CF \cdot \varepsilon_T \cdot \varepsilon_{CF}] \cdot (1 - \tau)}{(\rho^r + \delta_{V,B}) - g_B} + \frac{(r + \delta_{D,B}) \cdot (D \cdot \varepsilon_T \cdot \varepsilon_D) \cdot \tau}{(r + \delta_{D,B})} - \frac{(r + \delta_{D,B}) \cdot (D \cdot \varepsilon_T \cdot \varepsilon_D)}{(r + \delta_{D,B})}$$

$$S_{EB} = \frac{[(50 - 20 \cdot 1,05) \cdot 20 \cdot \frac{1}{10} - 400 \cdot \frac{1}{10} \cdot 1,1] \cdot (1 - 0,3)}{(0,16 + 0,02) - 0,00} + \frac{(0,08 + 0,04) \cdot 25 \cdot 0,3}{0,08 + 0,04} - \frac{(0,08 + 0,04) \cdot 25}{0,08 + 0,04}$$

$$S_{EB} = 54,4 + 7,5 - 25,0 = 36,9$$

iii) A avaliação da empresa mundial após a absorção da empresa brasileira

A avaliação sugerida da EM após incorporar a EB é:

$$S_{EM/EB} = \frac{\{(50 - 20) \cdot 22 - [400 + 44 \cdot (1 - 0,33)]\} \cdot (1 - 0,3)}{0,16 - 0,02} + \frac{0,08 \cdot 525 \cdot 0,3}{0,08} - \frac{0,08 \cdot 525}{0,08}$$

$$S_{EM/EB} = 1152,6 + 157,5 - 525 = 785,1$$

Note-se que a fórmula possui, como foi mencionado acima, um ajuste adicional reduzindo em 33% os custos fixos da EB incorporada. Isto se deve ao fato de que, após a absorção, uma série de atividades desenvolvidas na EB são realizadas pela estrutura existente na EM, permitindo-lhe minimizar a estrutura local da EB, tornada filial. Trata-se em geral de custos fixos, sobretudo os que possuem caráter intangível, vistos como redundantes por parte das empresas forâneas que adquirem firmas nacionais.

Essa é mais uma razão que permite explicar a seqüência do processo de desnacionalização. As empresas que possuem uma maior intensidade de esforço

em atividades intangíveis, sejam elas de caráter tecnológico (P&D) ou comercial (criação e consolidação de marca própria), são precisamente aquelas em que o parâmetro ε_{CF} é maior. As empresas “melhores” (mais desenvolvidas) são por isso mesmo objeto de maior interesse e esse elemento ajuda-nos a explicar de forma coerente com os elementos financeiros de avaliação o cronograma efetivo do processo de desnacionalização.

Merece também comentário adicional a taxa de crescimento $g=0$ para a EB. Num quadro de economias nacionais com segmentação em relação ao mundo externo, as perspectivas de expansão das empresas locais eram positivas e elevadas. Nos períodos de crescimento acelerado, a concentração relativa do mercado se fazia, é bem verdade, contra a empresa nacional, seja pelo fato de que as empresas estrangeiras já instaladas contavam com maiores e melhores recursos para a sua expansão, seja pelo fato de que ocorria a entrada de novas filiais estrangeiras.¹⁸ Em que pese essa dificuldade, as empresas nacionais apresentavam perspectivas de crescimento. Além disso, podiam contar com um quadro relativamente segmentado, que diluía as pressões competitivas advindas de empresas que eram substancialmente maiores, mas cujas filiais operavam de forma “segmentada” (*stand alone*). O horizonte tecnológico, outro componente fundamental, era relativamente estável, o que facilitava o acompanhamento das mudanças, tarefa favorecida pelas políticas nacionais.

É todo esse quadro que se modifica substancialmente. Num intervalo de tempo curto, somam-se diversos elementos determinantes de uma nova avaliação, em diversos parâmetros – receitas, custos, rendimentos, bem como taxas de desconto. Abaixo, apresentamos os quadros dessa simulação onde cada ajuste é feito separadamente. Retomando a idéia original, os ajustes foram feitos pela ótica do mercado financeiro internacional avaliando uma empresa brasileira. Inclui, portanto, os chamados risco empresa e risco país, além das diferenças operacionais.

Esses efeitos podem ser examinados na tabela seguinte, cuja leitura pode ser facilitada pelas seguintes observações. O investimento necessário para cada unidade física de produto é de \$ 50, a EB tendo produção de duas unidades, a EM sendo dez vezes maior. O endividamento é proporcionalmente maior na EM, de 50%, sendo de 25% na EB. Os fluxos operacionais resultam diretamente das variáveis preço, custos e despesas variáveis e fixas, juntamente com as quantidades. Eles permitem, com as deduções dos juros e do IR, obter o Lucro Líquido. O fluxo operacional (gerado pelos ativos) após o IR descontado pela taxa adequada resulta no valor que lhe é correspondente. A esse valor é adicionado o

(18) Um estudo da FINEP, de 1978, mostrou a elevação da participação das empresas de capital estrangeiro na maior parte dos setores industriais mais dinâmicos durante a expansão acelerada de 1970/73. Ver Tavares, Façanha & Possas (1978). Esse mesmo fenômeno verificou-se em países com processos de industrialização coetâneos e análogos, como Argentina e México, mas também pôde ser observado na Austrália, no Canadá e na Espanha.

montante da economia de IR permitida pelo uso de dívida. Desses dois fluxos, deduz-se o valor do fluxo de juros, o que produz o valor da parcela do capital próprio. Os ajustes introduzidos na equação que diferencia o valor da EB em relação à EM permitem passar da coluna 1 às colunas de 2 a 5. A coluna 6 mostra o resultado da “agregação” EM-EB.

Os resultados mais importantes merecem ser ressaltados. A EM adquire a EB pela parte que cabe aos acionistas. A EB representa 10% da capacidade produtiva da EM, mas pode ser comprada por 5,7%, portanto com um desconto de 43%. Do ponto de vista da EM, essa aquisição acrescenta 20,8% ao seu valor (para detalhes dos cálculos, ver o Anexo).

Conclusão

A concentração e a desnacionalização do tecido empresarial brasileiro devem ser compreendidas como produto da forma de adesão do Brasil ao quadro da globalização. Este processo caracteriza-se pela expansão acelerada das grandes empresas previamente internacionalizadas, a partir de bases nacionais sólidas, bases sobre as quais constituíram posições industriais e de mercado sustentáveis. Vista a partir das empresas, a globalização consiste na integração das estratégias e das práticas concorrenciais num plano superior, em que se elimina o caráter nacionalmente fragmentado das atividades, reintegradas então em nível mundial.¹⁹

Ocorre que as condições para esse processo são dadas por circunstâncias específicas tanto do ponto de vista de uma perspectiva temporal quanto *internacional*. De fato, mesmo se a globalização tem raízes históricas remotas, ela recebeu no período recente um impulso decisivo. E ele ocorreu simultaneamente à adoção, na maior parte dos países, de políticas macroeconômicas muito restritivas, que determinaram condições financeiras extremamente diferenciadas para as empresas, sobretudo segundo as suas origens nacionais. Foi assim que as empresas das economias paralisadas por anos de crise e de instabilidade macroeconômica (80s) viram-se subitamente confrontadas com um quadro radicalmente novo. O breve surto de crescimento propiciado pelos preços estabilizados reativou, em condições de abertura comercial e financeira, o interesse das empresas e das instituições financeiras estrangeiras, em busca de taxas de remuneração mais elevadas.

É assim que se produz a reavaliação dos ativos brasileiros. O novo quadro determina um processo hiperdiferenciado das condições de avaliação por parte dos detentores nacionais das empresas em relação aos interessados estrangeiros. De

(19) É claro que em diversas indústrias, nas quais o processo está mais atrasado, a fase inicial é regional, ultrapassando as fronteiras nacionais. Mas, na maior parte dos casos, ele evolui rapidamente para uma dimensão mais ampla. Uma comparação rápida das indústrias eletroeletrônica e papelreira mostra claramente essa diferença.

um lado, as empresas nacionais são submetidas a pressões nos seus preços, advindas de novos concorrentes de todas as origens (incluídos aí, em alguns casos, os excessos de capacidade momentânea em outras regiões do mundo e os produtos de dumping). Por outro lado, os custos das empresas nacionais são determinados em condições inteiramente locais e numa escala mesquinha para as dimensões mundialmente integradas nas grandes empresas com as quais as nacionais concorrem – agora – diretamente. Mas o elemento fundamental da divergência decorre das taxas utilizadas por uns e por outros nas suas avaliações. Enquanto as empresas nacionais têm uma precária disponibilidade de recursos locais, as empresas estrangeiras têm um duplo acesso favorecido aos recursos financeiros – o dos seus agentes financeiros nacionais e o dos mercados financeiros internacionais.

Para as empresas nacionais, esse é um quadro dramático. Os seus ativos produzem, sob os seus detentores atuais, um fluxo de rendimentos inferior ao que produziriam sob controle estrangeiro, incorrem em custos superiores e são levados a taxas de desconto muito mais elevadas. Por mais saudável e moderna que seja a empresa, líder que seja do seu setor, os seus ativos têm, para os seus detentores, um valor que é uma fração do valor que lhe atribuem os candidatos estrangeiros à aquisição. Quanto mais “globalizado” é o setor e o são as suas empresas, mais afastados estão os parâmetros de avaliação dos detentores atuais e dos candidatos à aquisição. Neste caso, maiores são as possibilidades de que, na aquisição, exista simultaneamente um ágio positivo em favor dos detentores nacionais que alienam os ativos e um desconto para os compradores estrangeiros.

Todas as explicações setorializadas para o processo de concentração e de desnacionalização incorrem, a nosso juízo, no erro de desconsiderar este processo mais geral, que pode, sim, ter dimensões específicas. Ele atinge, no entanto, todos os setores, e atinge, em cada um, sobretudo as melhores empresas e as empresas mais desenvolvidas. Na memória de cada um há evidências suficientes desta afirmação que dispensa aqui comprovação exaustiva. São as empresas mais desenvolvidas, precisamente porque alcançaram os limites do seu desenvolvimento num quadro nacional, que se vêem confrontadas com as dificuldades de passar a uma fase de expansão em escala ampliada. Ora, essas dificuldades são insuperáveis para aquelas empresas para as quais o quadro macroeconômico e sistêmico é de globalização, enquanto as suas atividades são, na sua quase totalidade, nacionalmente localizadas. Excluídas de acesso a uma globalização ativa, estas empresas avaliaram as suas possibilidades de permanecer autônomas como reduzidas ou mesmo inexistentes. Sem poder expandir-se internacionalmente, o formato de adesão nacional ao quadro da globalização significa, para elas, o ônus de uma exposição súbita à realidade da concorrência globalizada, com as suas funções de custos definidas em escala mundial, com

possibilidades de praticar preços e margens estrategicamente definidos e com um acesso extremamente diferenciado aos recursos financeiros. Assim, quem primeiro vende os seus ativos é quem minimiza a desvalorização do seu patrimônio. Tal é a avaliação que a realidade está impondo aos detentores históricos desses ativos.

Diferentemente da quase totalidade dos países com ambições industriais, o cronograma de adesão do Brasil à globalização suprimiu a etapa prévia de expansão internacional das suas principais empresas. Adicionalmente, os efeitos adversos da abertura comercial e financeira foram multiplicados pela forma como a estabilização criou interesse pelo mercado local (o breve surto expansivo) ao mesmo tempo em que as empresas brasileiras tiveram explicitadas todas as suas desvantagens em termos de acesso aos recursos financeiros de que precisavam para aproveitar as oportunidades locais e internacionais.

A desnacionalização do tecido econômico e do parque industrial brasileiro não é, portanto, o produto de um processo inevitável. Não é, muito menos, um processo análogo ao que se verificou em outros países com um parque nacional importante e um tecido empresarial significativo. Nesses países, a projeção de empresas estrangeiras sobre a economia local foi acompanhada da projeção das suas próprias empresas sobre o exterior. A globalização aparece, assim, como um processo de duas vias, relativamente simétricas. No caso brasileiro, foram justamente as empresas com maior potencial expansivo aquelas que, em primeiro lugar, tiveram negadas as condições de prosseguir as suas trajetórias. O formato escolhido para a estabilização, a sua dependência em relação a taxas de juros muito elevadas e ao aporte de capitais externos, assim como a pressão advinda de taxa cambial valorizada, eis aí as condições que determinaram que a globalização seja, para a economia brasileira e para as suas possibilidades de desenvolvimento futuro, um conjunto de efeitos muito adversos e um empobrecimento do seu alicerce principal – as suas empresas.

João Furtado é professor do Departamento de Economia da UNESP e
Maurício Ribeiro do Valle é professor do Departamento de Contabilidade
da FEA-RP da USP.

Referências bibliográficas

- ACORDO Multilateral sobre Investimentos. Disponível na Internet: <<http://www.citizen.org>>.
- ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de. *Financiamento e desempenho corrente das empresas privadas e estatais*. São Paulo. IESP/FUNDAP, 1987.
- BACIC, Miguel Juan. *Fragilidade financeira e alavancagem: uma aplicação no segmento das maiores empresas do Brasil – 1980/1987*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 1990. (Dissertação, Mestrado).

- CHESSNAIS, François. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996a.
- _____. *La mondialisation financière: genèse, coûts et enjeux*. Paris: Syros, 1996b.
- DAVIDSON, Paul (Ed.). *Can the free market pick winners? What determines investment*. M. E. Sharpe, 1993.
- FARINA, E. M. M. Q. Mais aquisições na indústria brasileira de alimentos. *Informações Fipe*, São Paulo, n. 211, abr. 1998.
- FIESP. Globalização. *Indústria*, São Paulo, número especial, 1998.
- FURTADO, J. *Les transformations dans les conditions d'insertion des économies à industrialisation tardive dans l'économie mondiale – Une analyse des facteurs généraux suivie de cinq études sectorielles*. Paris: Universidade de Paris XIII, 1997. (Tese, doutoramento).
- GLICKMAN, Murray. A post Keynesian refutation of Modigliani-Miller on capital structure. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 20, n. 2, p. 251-274, 1997-98.
- GORDON, M. J. The neoclassical and a post Keynesian theory of investment. In: DAVIDSON, Paul (Ed.). *Can the free market pick winners? What determines investment*. M. E. Sharpe, 1993.
- _____. *Finance, investment and macroeconomics – The neoclassical and a post Keynesian solution*. Edward Elgar, 1994.
- _____, SHAPIRO, E. Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management Science*, v. 3, p. 102-110, Oct. 1956.
- HIRST, P., THOMPSON, G. *Questionando a globalização*. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.
- LAPLANE, M. F., SARTI, F. *Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90*. In: FÓRUM NACIONAL, Rio de Janeiro, maio 1998. (Mimeogr).
- MELHORES E MAIORES 1998. Revista Exame, jul. 1998.
- MENDONÇA DE BARROS, L. C., GOLDENSTEIN, L. Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 17, n. 2, p. 11-31, abr./jun. 1997.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, Jun. 1958.
- _____, _____. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443, Jun. 1963.
- PORTER, M. *Competition in global industries*. Boston: HBS Press, 1986.
- POSSAS, M. L. *Estrutura industrial brasileira: base produtiva e liderança dos mercados*. Campinas: Universidade Estadual de Campinas, 1977. (Dissertação, Mestrado).
- SYLOS LABINI, P. *Oligopólio e Progresso Técnico*, SP, Forense, 1980.
- TAVARES, M. C., FAÇANHA, C. O., POSSAS, M. L. *Estrutura industrial e empresas líderes*. Rio de Janeiro: FINEP, 1978.

Resumo

Este artigo examina o processo de desnacionalização da economia brasileira no período recente, quando se intensificou de forma notável. A análise formalizada baseia-se numa equação de avaliação de ativos (Modigliani-Miller) e numa equação de custos, ambas alteradas para incluir diferenças nos parâmetros operacionais e nas taxas de desconto dos titulares atuais (empresários nacionais) e dos candidatos à aquisição (empresas mundiais). A hipótese mais importante corresponde à adoção de duas taxas de desconto diferentes, uma para as firmas locais, outra para as empresas estrangeiras. A abordagem permite uma visualização do processo de desnacionalização como decorrência das diferenças nessas avaliações. A explicação substantiva desse processo repousa num conjunto de circunstâncias históricas, mas que recentemente foram catalisadas por um surto de crescimento num contexto de estabilização (com liberalização, valorização cambial e taxas de juros elevadas). Essas circunstâncias conformaram a convergência da economia brasileira para o quadro globalizado, punindo a atrofia da empresa nacional.

Palavras-chave: Desnacionalização; Globalização; Financiamento; Empresa brasileira; Empresa multinacional; Economia industrial.

Abstract

This paper deals with the restructuring of the Brazilian economy in the recent years, when it gained momentum. The formal model is based on Modigliani-Miller equation on value and an equation on revenues and costs. Both were modified as to include different parameters for the present owner (the local firm) and bidder (the global firm). Our main hypothesis concerns the adoption of two different discount rates, one for the former and other for the latter. This approach allows a view for the control change as an effect of these two different evaluations. This broad change is related to a group of historical factors that came together in the recent growth spurt, amid macroeconomic stabilization, trade liberalization, appreciation of the rate of exchange, and high interest rates. These circumstances set the stage for the convergence of the Brazilian economy towards the global scheme, penalizing the weaker local firms.

Key words: De-nationalization; Globalization; Financing operational performance; Brazilian firm; Multinationals; Industrial economics.

Anexo

Quadro 1
Fluxos e Valores das Empresas Brasileira e Mundial

	Ajustes de Valor à Empresa Brasileira					A Empresa Mundial após incorporar a Empresa Brasileira
	A Empresa Líder Mundial	Perda de eficiência adicionada às variáveis operacionais	Risco adicionado à taxa de retorno dos ativos	Risco adicionado à taxa de juros da dívida	A Empresa Brasileira após os ajustes de valor	
Variáveis básicas						
Investimento inicial em ativos	\$ 1.000,0	\$ 100,0	\$ 100,0	\$ 100,0	\$ 100,0	\$ 1.100,0
Dívida – D	\$ 500,0	\$ 25,0	\$ 25,0	\$ 25,0	\$ 25,0	\$ 525,0
Taxa de juros – r	8,0%	8,0%	8,0%	10,0%	10,0%	8,0%
Alíquota de IR	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Preço unitário – p	\$ 50,00	\$ 50,00	\$ 50,00	\$ 50,00	\$ 50,00	\$ 50,00
Custos e Despesas Variáveis Unit. – cv	\$ 20,00	\$ 21,00	\$ 21,00	\$ 21,00	\$ 21,00	\$ 21,00
Quantidade produzida e vendida – Q	20	2	2	2	2	22
Custos e Despesas Fixos Totais – CF	\$ 400,00	\$ 44,00	\$ 44,00	\$ 44,00	\$ 44,00	\$ 429,48
Fluxo gerado						
Lucro antes de juros e IR – $\{(p - cv) Q - CF\}$	\$ 200,0	\$ 14,0	\$ 14,0	\$ 14,0	\$ 14,0	\$ 230,5
(-) juros	\$ (40,0)	\$ (2,0)	\$ (2,0)	\$ (2,5)	\$ (2,5)	\$ (42,0)
(=) Lucro antes do IR	\$ 160,0	\$ 12,0	\$ 12,0	\$ 11,5	\$ 11,5	\$ 188,5
(-) IR – 30%	\$ (48,0)	\$ (3,6)	\$ (3,6)	\$ (3,5)	\$ (3,5)	\$ 56,6
(=) Lucro líquido	\$ 112,0	\$ 8,4	\$ 8,4	\$ 8,1	\$ 8,1	\$ 132,0
Taxas de Capitalização					\$	\$
para o fluxo gerado pelos ativos	14,0%	14,0%	18,0%	14,0%	18,0%	14,0%
para o fluxo de juros e economia de IR	8,0%	8,0%	8,0%	10,0%	10,0%	8,0%
Valor						
Do fluxo gerado pelos ativos	\$ 1.000,0	\$ 70,0	\$ 54,4	\$ 70,0	\$ 54,4	\$ 1.152,6
Da economia de IR	\$ 150,0	\$ 7,5	\$ 7,5	\$ 7,5	\$ 7,5	\$ 157,5
Do fluxo de juros	\$ 500,0	\$ 25,0	\$ 25,0	\$ 25,0	\$ 25,0	\$ 525,0
Do que sobra para os acionistas	\$ 650,0	\$ 52,5	\$ 36,9	\$ 52,5	\$ 36,9	\$ 785,1

Fonte: Elaboração dos autores a partir de hipóteses desenvolvidas no texto.

Quadro 2
Síntese e análise comparativa dos fluxos e valores das empresas brasileira e mundial

	A Empresa Líder Mundial	A Empresa Brasileira após os ajustes de valor	A Empresa Mundial após incorporar a Empresa Brasileira	A Empresa Líder Mundial	A Empresa Brasileira após os ajustes de valor	A Empresa Mundial após incorporar a Empresa Brasileira
Variáveis básicas						
Investimento inicial em ativos	\$ 1.000,0	\$ 100,0	\$ 1.100,0	100,0%	10,0%	110,0%
Dívida – D	\$ 500,0	\$ 25,0	\$ 525,0	100,0%	5,0%	105,0%
Preço unitário – p	\$ 50,00	\$ 50,00	\$ 50,00	100,0%	100,0%	100,0%
Custos e Despesas Variáveis Unit. – cv	\$ 20,00	\$ 21,00	\$ 20,00	100,0%	105,0%	100,0%
Quantidade produzida e vendida – Q	\$ 20,0	\$ 2,0	\$ 22,0	100,0%	10,0%	110,0%
Custos e Despesas Fixos Totais – CF	\$ 400,00	\$ 44,00	\$ 429,5	100,0%	11,0%	107,4%
Fluxo gerado						
Lucro antes de juros e IR – $\{(p - cv) Q - CF\}$	\$ 200,0	\$ 14,0	\$ 230,5	100,0%	7,0%	115,3%
(-) juros	\$ (40,0)	\$ (2,5)	\$ (42,0)	100,0%	6,3%	105,0%
(=) Lucro antes do IR	\$ 160,0	\$ 11,5	\$ 188,5	100,0%	7,2%	117,8%
(-) IR – 30%	\$ (48,0)	\$ (3,5)	\$ (56,6)	100,0%	7,2%	117,8%
(=) Lucro líquido	\$ 112,0	\$ 8,1	\$ 132,0	100,0%	7,2%	117,8%
Valor						
Do fluxo gerado pelos ativos	\$ 1.000,0	\$ 54,4	\$ 1.152,6	100,0%	5,4%	115,3%
Da economia de IR	\$ 150,0	\$ 7,5	\$ 157,5	100,0%	5,0%	105,0%
Do fluxo de juros	\$ 500,0	\$ 25,0	\$ 525,0	100,0%	5,0%	105,0%
Do que sobra para os acionistas	\$ 650,0	\$ 36,9	\$ 785,1	100,0%	5,7%	120,8%

Fonte: Elaboração dos autores a partir de hipóteses desenvolvidas no texto.