

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bibfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

Universidade de São Paulo
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Administração

Dissertação de Mestrado

**ANÁLISE DA IMPORTÂNCIA DOS DIRECIONADORES
DE VALOR DAS EMPRESAS PARA DIFERENTES
TOMADORES DE DECISÃO NO BRASIL**

Ricardo José de Almeida

Orientador: Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa

São Paulo
Junho 2000

FICHA CATALOGRÁFICA

Almeida, Ricardo José de
Análise da importância dos direcionadores de valor
para diferentes tomadores de decisão no Brasil / Ricardo
José de Almeida. __ São Paulo : FEA/USP, 2000.
165 p. + anexos.

Dissertação - Mestrado
Bibliografia.

1. Finanças das empresas 2. Empresas - Avaliação
3. Conflitos - Administração I. Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da USP.

CDD - 658.152

Universidade de São Paulo
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Administração

**ANÁLISE DA IMPORTÂNCIA DOS DIRECIONADORES
DE VALOR DAS EMPRESAS PARA DIFERENTES
TOMADORES DE DECISÃO NO BRASIL**

Ricardo José de Almeida

**Dissertação apresentada à Faculdade de
Economia, Administração e Contabilidade da
Universidade de São Paulo, como parte dos
requisitos para a obtenção do título de Mestre
em Administração, sob a orientação do
Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa**

São Paulo
Junho 2000

Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Jacques Marcovitch

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Eliseu Martins

Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Cláudio Felisoni de Ângelo

À minha querida namorada Adriane, que me compreendeu e me incentivou em todos os momentos, compartilhando comigo toda a felicidade e também todos os problemas durante o período em que estive elaborando este trabalho.

-
- ↳ À inestimável e imprescindível orientação do Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa, desde a concepção até a conclusão da dissertação, e durante o período do curso, quando sempre esteve disponível e atencioso para que atingíssemos os objetivos traçados.
 - ↳ À confiança em mim depositada pelo Prof. Dr. José Roberto Securato, ao me escolher como monitor da turma do MBA-Finanças Empresariais da FIA/FEA/USP, dando-me a oportunidade para que aprimorasse minha carreira acadêmica por suas orientações, em conjunto com o Prof. Almir.
 - ↳ Aos professores doutores José Roberto Ferreira Savóia e Fábio Frezatti, que ofereceram valiosas contribuições quando participaram da comissão julgadora do exame de qualificação, desde a monografia de conclusão do curso de Ciências Contábeis (*O valor da empresa para o acionista minoritário*), sob a orientação do professor Frezatti.
 - ↳ Aos professores doutores Sílvio Aparecido dos Santos e Gilberto de Andrade Martins, que colaboraram na elaboração da metodologia da pesquisa.
 - ↳ Aos professores Luiz Maurício e Benevenuto, que me deram a oportunidade de ministrar disciplinas no curso de graduação em Administração e Ciências Contábeis da Universidade São Francisco e da Faculdade Ítalo Brasileira, respectivamente.
 - ↳ Ao professor Alexandre Lintz, hoje lecionando no IBMEC, ex-colega de mestrado, pelas colaborações durante muitas das nossas conversas.
 - ↳ À turma 4 do MBA-Finanças da FIA/FEA/USP, que possibilitou que eu desse um importante passo em minha evolução acadêmica durante o ano em que convivemos.
 - ↳ Ao professor doutor Sílvio Aparecido de Carvalho, diretor gerente sênior do Banco Itaú S.A., e aos colegas de trabalho da diretoria por ele dirigida
 - ↳ Aos amigos da Lafis – meus colegas de trabalho de 1995 a 1997 –, que me auxiliaram bastante no desenvolvimento do tema. Em especial, ao Carlos Yamashita, com quem muito conversei sobre o assunto, e ao Artur Franco Bueno, companheiro de artigos acadêmicos submetidos a congressos e seminários.
 - ↳ Finalmente, aos meus familiares. Ao meu pai, Francisco, que me apoiou durante todo o curso e ao meu irmão, Alexandre. Também às minhas tias Helena, Madalena e ao tio Pedro e demais familiares pelo apoio dado principalmente no início do mestrado, quando nos encontrávamos em Minas Gerais.

Há duas pressuposições sobre o que deva balizar as decisões da administração: maximização do valor da empresa ou maximização do valor da carteira dos proprietários. Estes dois enfoques sugerem que possam existir atitudes conflitantes entre administradores profissionais, proprietários da empresas e sócios minoritários.

Os conflitos existirão, segundo as hipóteses deste trabalho, em razão da eficiência na diversificação das carteiras de investimentos dos agentes, da posse do controle gerencial da empresa e da existência de liquidez para as ações da empresa.

Para verificar a existência destes conflitos, foi efetuada uma fundamentação teórica dos fatores críticos de sucesso das empresas (direcionadores de valor) e prevista a importância de cada um destes direcionadores para cada agente interessado na geração futura de caixa da empresa, seguida de uma pesquisa sobre as atitudes de cada grupo de administradores profissionais e investidores (segregados em acionistas majoritários e minoritários) em face a estes direcionadores de valor.

A análise estatística dos resultados confirmam que há diferentes expectativas sobre a importância da concentração de mercado e da existência de barreiras de entrada e de saída ao setor entre administradores profissionais e investidores, não podendo afirmar que haja diferentes expectativas entre outros direcionadores de valor.

Tais resultados confirmam que pode haver diferenças entre as decisões organizacionais e as atitudes esperadas pelos proprietários e não negam o C.A.P.M. (*Capital Asset Pricing Model*) enquanto modelo de identificação da taxa mínima de atratividade dos sócios da empresa.

There are two assumptions on what should determine management decisions: whether to maximize the value of the company or the value of the owners' investment portfolio. These two central approaches suggest that conflicting attitudes can exist between professional managers, the owners of companies and minority partners.

These conflicts will exist, according to the assumptions of this dissertation, due to the efficiency in the diversification of the agents' investment portfolios, the change of control in the company management and the liquidity of the company's shares.

To verify the existence of these conflicts a theoretical analysis was made of the critical success factors of the companies (value drivers) which showed in advance the importance of each one of these drivers to each agent interested in the company's future cash generation. This was followed by a survey on the attitudes of each group of professional managers and investors (divided into majority and minority shareholders) towards these value drivers.

The statistical analysis of the results confirm that there are strong differences between the professional managers and investors on the importance of market concentration and the existence of entry and exit barriers to the sector and the analysis of the results could not confirm different expectations among the other value drivers.

Such results confirm that there can be differences between management decisions and the attitudes expected by the owners. They do not refute the C.A.P.M (Capital Asset Pricing Model) as the model for identifying the minimum rate of attraction of the company's partners.

I. Considerações iniciais	1
1. Introdução	3
2. Objetivos	5
3. Justificativas	6
4. Delimitação	9
4.1. Conceitual	9
4.2. Espacial	11
4.3. Temporal	11
II. Metodologia de desenvolvimento do trabalho	12
1. Metodologias existentes	13
1.1. Com relação à natureza da variável pesquisada	14
1.2. Com relação ao objetivo e ao grau em que o problema de pesquisa está cristalizado	15
1.2.1. Pesquisa exploratória	15
1.2.2. Pesquisa conclusiva descritiva	17
1.2.3. Pesquisa causal	18
2. Metodologia adotada e justificativas	18
III. Fundamentação teórica	21
1. Introdução	22
2. Valores diferentes para cada avaliador e agente	25
3. Possibilidade de ocorrência de conflitos entre os agentes	26
4. Planejamento baseado no valor da empresa	29
5. Políticas de investimentos dos acionistas	33
5.1. A moderna teoria dos <i>portfolios</i>	36
5.1.1. Diversificação	42
5.1.2. Equilíbrio de mercado	46
5.1.3. Direcionadores sistemáticos e próprios de valor das ações e a importância da análise fundamentalista para suas estimativas ...	52
5.1.4. Concorrência das empresas para ocupar espaço na carteira dos investidores	67
6. Direcionadores de valor da empresa na perspectiva do fluxo de caixa	70
6.1. Rentabilidade da empresa	70
6.2. Externalidades	81

7. Direcionadores do valor da empresa referentes às características das ações emitidas	85
7.1. Dividendos e bonificações	85
7.2. Liquidez das ações	88
7.2.1. Divulgação das informações	90
7.2.2. Negociabilidade do título por investidores estrangeiros	91
7.2.3. Concentração de empresas do setor com capital aberto	92
8. O controle gerencial como um direcionador de valor	93
8.1. Forma de controle do acionista	95
IV. A pesquisa	97
1. Objetivo	98
2. Premissas	98
3. Delimitação da pesquisa	99
4. Qualificação	101
5. Métodos e formas de coleta de dados	102
5.1. Fontes de dados	102
5.2. Tipos de dados	103
5.3. Meio de coleta de dados	103
6. População, tamanho da amostra e amostragem	104
6.1. População	104
6.2. Tamanho da amostra	104
6.3. Amostragem	105
6.3.1. Componentes da amostra	106
7. Procedimentos de coleta de dados	106
8. Procedimentos de verificação, digitação e processamento dos dados	107
9. Construção do instrumento de coleta de dados	107
9.1. Escala utilizada	107
9.2. Projeto do instrumento	108
10. Análise dos dados	110
10.1. Teste de significância para a média	110
10.2. Teste não-paramétrico	112
10.3. Teste da análise da variância	114
11. Questões aplicadas aos respondentes e previsão das análises	116
11.1. Concentração de mercado	116
11.2. Taxa de crescimento da indústria	117
11.3. Existência de barreiras para entrada e saída do setor	118
11.4. Frequência de ocorrência de inovações no setor	119
11.5. Poder de negociação dos clientes	120
11.6. Poder de negociação dos fornecedores	121
11.7. Existência de políticas industriais governamentais para o setor	122

11.8. Sensibilidade às oscilações macroeconômicas (produto interno bruto, taxa de inflação e de juros ou taxa de câmbio)	122
11.9. Relações com fornecedores	123
11.10. Eficiência tecnológica do processo de produção	124
11.11. Eficiência no processo de distribuição	125
11.12. Posicionamento da marca	126
11.13. Capacidade de utilização de estratégias de promoções e preços	127
11.14. Eficiência de estratégias de comercialização e prestação de serviços aos clientes	128
11.15. Capacidade de inovação da empresa	129
11.16. Satisfação do cliente	130
11.17. Privilégio da atividade-fim da empresa na destinação de recursos orçamentários	131
11.18. Tecnologia da informação	131
11.19. Relações com o governo e os agentes externos	132
11.20. Liquidez das ações	133
11.21. Política de dividendos	134
11.22. Relações com o mercado de capitais	135
11.23. Reputação dos administradores e dos controladores	136
11.24. Sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações no preço e quantidade dos produtos vendidos e ao custo dos insumos	136
11.25. Sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações no custo da dívida	138
11.26. Lucro por ação atual	138
11.27. Políticas para evitar problemas de ordem social, racial, cultural ou ecológica	140
11.28. Estabilidade do controle gerencial	141
12. Limitações do método	141
V. Análise dos parâmetros objeto de estudo	143
1. Para a administração de carteiras	144
2. Para fusões e aquisições	145
3. Para finanças corporativas	145
VI. Considerações finais	147
1. Divergências com relação à concentração de mercado	148
2. Divergências em relação à existência de barreiras de entrada e de saída ao setor	151
3. Quanto aos objetivos secundários da pesquisa	152
3.1. Preços diferentes entre investidores	152
3.2. Hipótese de expectativas homogêneas	152

3.3. Função de maximização do valor da empresa	153
3.4. Parâmetros de atuação dos investidores e administradores profissionais	154
4. Sugestões para pesquisas posteriores	154
Referências bibliográficas	156
Definição dos termos relevantes utilizados no trabalho	162

Anexos

1. Análise dos dados
2. Exemplo de um questionário
3. Parâmetros objeto de estudo utilizados nas questões

Relação de figuras

1. Rede de valor para o proprietário	30
2. Formulação de estratégias baseadas em direcionadores de valor	32
3. Perfis de risco e retorno para diferentes correlações	39
4. Região que engloba todas as carteiras possíveis de serem formadas	40
5. Selecionando uma carteira ótima	41
6. Risco total x número de ativos na carteira	44
7. Eficiência da diversificação de carteiras de dois investidores	45
8. Linha de mercado de títulos	51
9. Posicionamento dos investidores na linha de mercado de capitais	52
10. Sensibilidade do valor da empresa à variação da carteira de mercado	54
11. Posição dos ativos com relação a linha de mercado de títulos	63
12. Regiões indicadoras de superavaliação ou subavaliação dos ativos	64
13. Processo de tomada de decisão a partir do estabelecimento do nível de risco sistemático desejado	65
14. Efeito de mudanças nas empresas sobre o equilíbrio de mercado	67
15. Efeito da entrada de uma empresa sobre o equilíbrio de mercado	68
16. Efeito do desempenho de uma empresa do setor, acima das expectativas	69
17. Maximização de lucros	71
18. Escolha de nível de produção a longo prazo, supondo empresas em mercados perfeitamente competitivos	73
19. Equilíbrio de mercado a longo prazo	74
20. Elasticidade-preço de empresa diferenciada num setor	76

21. Produção com dois insumos (fatores de produção) variáveis	78
22. Atingindo um determinado nível de produção com um custo mínimo	79
23. Rendimentos de escala	80
24. O efeito da inovação tecnológica	80
25. Custos a longo prazo com rendimentos crescentes e decrescentes de escala .	81
26. Nível ótimo de capital de terceiros	87
27. Efeito da diversificação internacional no risco de uma carteira	92
28. Sensibilidade do valor da empresa à variações nos indicadores de direcionadores de valor	101
29. Escala para avaliação dos direcionadores	109
30. Exemplo de atribuição de nota e mecanismo informativo	109
31. Esquema do teste de significância para a média	111
32. Esquema de análise não-paramétrica	113
33. Esquema de análise de variância	115

Relação de tabelas

1. Ágio obtido em alguns leilões de privatização do Programa Nacional de Desestatização brasileiro	4
2. Alternativas para administração de fluxo de caixa	86
3. Valor presente dos fluxos de caixa	86
4. Teste não-paramétrico: concentração de mercado	148
5. Teste de Mann-Whitney: concentração de mercado	148
6. Teste de Scheffé: concentração de mercado	149
7. Teste não-paramétrico: existência de barreiras de entrada e de saída ao setor	151
8. Teste de Scheffé: existência de barreiras de entrada e de saída ao setor	152

Relação de quadros

1. Características das pesquisas qualitativa e quantitativa	14
2. Características dos investimentos dos grupos de agentes	26
3. Direcionadores de valor atrelados aos tipos de decisões da administração	30
4. Coeficientes de correlação entre os ativos	39
5. Fatores sistemáticos com influência sobre os macrodirecionadores de valor ...	59

6. Postura predominante de acionistas frente a insatisfações com a administração da empresa	96
<i>Previsão da importância dos seguintes direcionadores no valor da empresa:</i>	
7. Concentração de mercado	117
8. Taxa de crescimento da indústria	118
9. Barreiras para entrada e saída do setor	119
10. Frequência de ocorrência de inovações no setor	120
11. Poder de negociação dos clientes	121
12. Poder de negociação dos fornecedores	121
13. Existência de políticas industriais governamentais para o setor	122
14. Sensibilidade às oscilações macroeconômicas	123
15. Relações com fornecedores	124
16. Eficiência tecnológica no processo de produção	125
17. Eficiência no processo de distribuição	126
18. Posicionamento da marca	127
19. Capacidade de utilização de estratégias de promoções e preços	128
20. Estratégia de vendas e serviços aos clientes	129
21. Capacidade de inovação	130
22. Satisfação do cliente	130
23. Remuneração privilegiada para a atividade-fim da empresa	131
24. Tecnologia da informação	132
25. Relações com o governo ou com agentes externos	133
26. Liquidez das ações	133
27. Política de dividendos	134
28. Relações com o mercado de capitais	135
29. Reputação dos administradores e dos controladores	136
30. Sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações da demanda	137
31. Sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações do custo da dívida	138
32. Lucro por ação	139
33. Políticas de cunho cultural, social, racial ou ecológico	140
34. Estabilidade no controle gerencial	141
35. Resumo das considerações finais	154

Capítulo I:
CONSIDERAÇÕES INICIAIS

A preferência do investidor é um assunto ainda não esclarecido no mundo acadêmico, em função de outras prioridades de estudos e pesquisas no período posterior a Modigliani & Miller.

A década de 90 foi marcada por grande número de fusões e aquisições de empresas que, buscando o aumento de competitividade para fazer frente às ameaças globais, procuraram oportunidades de investimentos para garantir a viabilidade de seus empreendimentos.

Nas negociações de fusões e aquisições um parâmetro foi constantemente discutido pelos envolvidos: o preço do negócio. Os trabalhos acadêmicos não propiciaram solução adequada a este problema e o mundo assistiu a "ataques especulativos", seguidos por oscilações nos preços dos ativos em larga escala.

Um assunto ainda obscuro no ano 2000 diz respeito aos atributos que o investidor valoriza numa empresa, ou seja, seus direcionadores de valor.

Neste trabalho teve-se por objetivo fundamentar a importância dos direcionadores de valor, e verificar a existência de diferentes preferências entre investidores com relação às características de seus investimentos no que se refere à liquidez, ao controle acionário e em face à potencialidade de diversificação.

Sua estrutura compreende divisões iniciadas pela introdução, na qual são tratados aspectos gerais do problema; revisão de metodologias existentes para implementar uma pesquisa sobre atitudes de agentes econômicos; fundamentação teórica quanto à importância de cada direcionador de valor das empresas; e implementação da pesquisa, tópico no qual é justificada a inclusão dos direcionadores a serem testados.

1. Introdução

Os preços das ações refletem o julgamento e as expectativas de investidores e administradores profissionais sobre o valor das empresas. Provavelmente as variações constantes nos preços das ações, em pequenos espaços de tempo, estejam associadas à não correspondência entre o valor da empresa, percebido pelo mercado, e o seu desempenho operacional-financeiro – valor definido por **direcionadores de valor**, que consistem em atributos da empresa que os diversos agentes econômicos monitoram como sendo influenciadores do valor que seria obtido na hipótese de sua venda.

Direcionadores de valor são parâmetros em que uma variação em seus indicadores causa uma variação no valor da empresa. Os direcionadores de valor fornecem uma estimativa rápida de como uma decisão operacional, tática ou estratégica afeta o valor da empresa, comparada às complexas técnicas de *valuation*. A magnitude do efeito de uma decisão sobre o valor da empresa, na qual é alterado algum direcionador de valor, depende da preferência do investidor-alvo para uma transação de venda futura da empresa. Como os direcionadores de valor são valorizados segundo a preferência do investidor, a sua contribuição para o valor das empresas é viabilizada por uma pesquisa sobre as atitudes dos potenciais investidores em empresas com relação a uma gama de direcionadores de valor que abranja as decisões estratégicas, operacionais e táticas de uma empresa.

Os anos 90 foram caracterizados pela explosão da tecnologia da informação e, com ela, a utilização de equipamentos eletrônicos que viabilizam as transações financeiras, e o fluxo de capitais entre os mercados financeiros de todo o mundo, integrados quase que em tempo real (Kurtzman, 1995).

Um dos ativos mais transacionados nesse ambiente é a ação, cuja variação de cotação tem sido expressiva, em curtos espaços de tempo. As decisões de compra e

venda de ações são amparadas por métodos de avaliação disponíveis utilizados por investidores e administradores profissionais. Eles têm expectativas diversas com relação aos atributos dos mercados nos quais a empresa atua, ao desempenho da economia e ao desempenho operacional e financeiro da empresa avaliada, além de diferentes características de investimentos, próprias a cada agente e, ainda, possíveis comportamentos emocionais.

Com expectativas e interesses tão heterogêneos é possível que os gestores não atinjam o objetivo de maximizar o valor da companhia que administram, ou que, em função dos benefícios e dos interesses pessoais dos agentes envolvidos, a empresa não atinja a maximização do seu valor.

A heterogeneidade de expectativas pode explicar, por exemplo, a ocorrência de ágio nas vendas de empresas estatais pelo governo brasileiro entre 1992 e 1998, e a diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais negociadas nas bolsas de valores.

Tabela 1. Ágio obtido em alguns leilões de privatização do Programa Nacional de Desestatização brasileiro

Ano	Empresa	Ágio sobre o preço mínimo estimado (%)
1992	Acesita	30
1993	Açominas	95
1993	Cosipa	98
1994	Usiminas	0

Fonte: BNDES
(Resumo sobre o Programa Nacional de Desestatização 91/96)

Os conflitos de interesses e julgamentos conflitantes podem acarretar subavaliação ou superavaliação da empresa, sendo necessária uma inter-relação entre seu valor e seu desempenho que possibilite analisar como as decisões operacionais,

táticas e/ou estratégicas podem estar agregando ou destruindo valor para os proprietários.

2. Objetivos

A verificação da existência de conflitos de interesses entre administradores profissionais, acionistas controladores e acionistas minoritários, além da exploração de suas possíveis causas, foram o objetivo da realização deste trabalho. Para tanto, foram fundamentados diversos direcionadores de valor para cada um dos agentes econômicos e pesquisada a importância de cada um deles.

Este objetivo foi visado partindo-se do pressuposto de que existem diferentes percepções dos agentes sobre qual seria a importância dos direcionadores de valor, que contemplam suas expectativas face ao desempenho operacional-financeiro da empresa e às diferentes características dos investimentos. Assim, a tomada de decisão em dois âmbitos – a decisão de compra dos investidores profissionais e as decisões estratégicas, táticas e operacionais dos administradores profissionais – serão diferentes para um mesmo cenário conjuntural que se apresente.

Para atingir tal objetivo, tentou-se determinar as preferências de diferentes agentes em relação aos direcionadores de valor das empresas, por meio de técnicas de pesquisa de marketing (pesquisa sobre atitudes).

3. Justificativas

Tanto a abordagem acadêmica tradicional quanto a dos agentes do mercado preconizam que a empresa deve maximizar o seu lucro. Tal direcionador de valor (o lucro), porém, é uma variável de curto prazo que não reflete as ações estratégicas da empresa. O tratamento atual dado ao tema salienta, como objetivo principal, a maximização do valor da empresa (Copeland & Weston, 1988). A companhia é considerada uma entidade com vida própria, e este enfoque privilegia sua riqueza, reduz os conflitos de agência e reforça a atividade produtiva da economia.

Outra interpretação, relativa à abordagem atual, refere-se à maximização da riqueza dos proprietários, sugerindo que a administração deva maximizar o valor das suas carteiras de participações acionárias, não necessariamente precisando tomar medidas com vistas à maximização do valor de uma empresa que possuam.

A despeito de uma ou de outra interpretação, o objetivo da administração financeira pode, ao mesmo tempo, maximizar os valores da empresa e a riqueza dos proprietários.

A elevação, ao máximo, do valor da empresa é a atitude racional dos seus gestores, na hipótese de um mercado eficiente de capitais. No caso de esse mercado ser imperfeito, porém, e não ter seus direcionadores de valor mais importantes totalmente determinados, a visão de curto prazo tende a ser utilizada pelos agentes. Duas das justificativas para tal comportamento são apresentadas a seguir.

↳ a preferência dos agentes pelo recebimento de dividendos aviltados, em momentos em que o mercado está pessimista com relação ao desempenho das ações, tornando-se este um direcionador do seu valor, apesar de a teoria de finanças afirmar que o valor da empresa independe da política de dividendos, conforme

afirmado no trabalho de Modigliani & Miller, publicado em 1961 e citado por Ross e outros (1995);

↳ a opção da empresa em manter uma assimetria de informações, com vistas a manter o preço das ações num patamar mais alto do que o justo, a fim de viabilizar alguma operação – chamada de capital e venda de participação acionária, entre outras – prejudicando, desta forma, a reputação da empresa junto ao mercado de ações.

Por outro lado, resultados apontados em diversos trabalhos demonstram que os administradores procuram elevar ao máximo a sua riqueza pessoal (Jensen & Meckling, 1976), sugerindo que suas atitudes com relação à maximização do valor da empresa e da riqueza dos proprietários ou, ainda, privilegiando o longo ou o curto prazo, seriam mutáveis e determinadas pelos benefícios que poderiam advir de determinada postura. De maneira similar, os avaliadores externos estão sujeitos aos mesmos conflitos enfrentados pelos administradores, na análise do valor das empresas.

Os tratamentos baseados no interesse pessoal são propiciados pela existência de lacunas nas informações e nos conhecimentos sobre as diferentes abordagens para as avaliações de negócios, ocasionadas pela literatura relativa ao tema, em geral excessivamente descritiva e com fraco embasamento teórico, e pela grande variedade de métodos de avaliação quantitativos calcados em diferentes hipóteses e critérios.

Os estudos recentes que fazem parte da bibliografia sobre o tema não especificam quais métodos são mais apropriados, quando consideradas as características de investimento e as expectativas de compradores e vendedores, gerando incertezas. Estas, por sua vez, terminam por ocasionar o conflito de agência, principalmente entre proprietários e administradores. Tais conflitos são vieses que podem explicar grande parte dos eventos que contrariam os tratados de finanças e, conseqüentemente, a hipótese da racionalidade econômica dos agentes, tomando o tema importante do ponto de vista acadêmico.

Com estas imperfeições da teoria de avaliações como suporte ao processo de tomada de decisões, as resoluções operacionais, táticas e estratégicas podem não ser eficientes na busca da maximização do valor para o proprietário ou para a empresa.

Do ponto de vista social, maior objetividade nos critérios de decisão e de avaliação do desempenho de investimentos resulta em benefícios, pois os conflitos, inerentes ao confronto entre desejos da sociedade e dos investidores, serão minimizados quando for estimado um valor para o investimento que congregue todas as influências das decisões dos administradores sobre o bem-estar da sociedade e suas prováveis repercussões na geração de caixa da empresa.

Esses benefícios serão mútuos e viabilizados pela reação da sociedade a essas decisões, uma vez que estarão refletidas no preço e na quantidade vendida pela empresa. Como exemplo, podem ser citadas as reações ocasionadas por medidas de cunho ecológico, racial ou cultural.

Os conflitos relativos à distribuição da Renda Nacional também podem ser minimizados pela identificação dos direcionadores de valor das empresas e de sua influência sobre as políticas de remuneração baseadas no valor adicionado à empresa. Por sua vez, a eficiência na distribuição de renda pode ser obtida pela remuneração de cada agente baseada na responsabilidade sobre os riscos que gerencia, sendo os proprietários remunerados pelo risco total assumido – o sistemático, na hipótese de diversificação eficiente de sua carteira de investimentos, ou este acrescido do risco próprio incorrido, no caso de uma diversificação ineficiente.

A aplicação científica deste estudo pode ser importante pela proposição da interpretação da ação como um produto. Tal analogia possibilita que os conceitos discutidos no trabalho sejam objeto de estudo nas áreas de imagem institucional (viabilização de compra e venda de empresas) e de planejamento estratégico (determinações das decisões estratégicas das empresas).

A aplicação prática refere-se ao possível uso para agilizar o processo decisório nas empresas; subsidiar os incentivos aos funcionários pela remuneração baseada em desempenho; agilizar as decisões dos administradores de carteiras; agilizar as deliberações de aquisições de empresas; auxiliar nas resoluções sobre fusões e cisões de empresas, entre outros.

4. Delimitação

4.1 Conceitual

Foi formulada a hipótese da existência de diferentes expectativas entre os agentes, principalmente pelas teorias de finanças corporativas e administração de carteiras, que enfatizam, respectivamente, a maximização do valor da empresa – neste caso considerada uma entidade com vida própria – e a maximização da carteira de investimentos do proprietário – composta por participações acionárias em várias empresas – diversificando os riscos a que esteja sujeita a carteira.

A associação entre os diferentes tipos de risco relativos às características dos investimentos dos proprietários e às estratégias utilizadas pelas empresas, determinantes dos seus resultados operacionais, foi efetuada a partir:

- ↳ da teoria microeconômica, pela constatação de que algumas características geram valor para as empresas, fundamentada na teoria do equilíbrio de mercado a longo prazo;
- ↳ dos trabalhos relativos à estratégia empresarial, a partir dos quais foram elencadas as práticas administrativas mais importantes para a obtenção das características que geram valor para as empresas e as discussões das causas dessas vantagens competitivas.

Os efeitos emocionais ou sentimentais foram abordados na conceituação de riqueza adicional gerada por externalidades ou por efeitos de satisfação do investidor.

Sendo o valor da empresa um parâmetro que pode ser medido e comunicado aos funcionários e aos agentes externos, a contabilidade é considerada uma ciência capaz de subsidiar essa atividade – é um instrumento de mensuração ou avaliação da riqueza do proprietário (pela determinação do patrimônio líquido).

As informações da contabilidade desempenham papel relevante por subsidiar planejamento, execução e controle, fornecendo dados relevantes para projeções acerca do futuro da empresa. Tal função pode ser desempenhada no âmbito gerencial, já que a contabilidade aplicada aos fins societários está atrelada aos princípios contábeis geralmente aceitos, razão pela qual os ativos não são contabilizados conforme seus valores de mercado, o que ocasiona uma avaliação do patrimônio líquido em montante diferente do valor da empresa.

Outro aspecto a ser considerado, mesmo tratando-se de contabilidade gerencial, é a qualidade dos controles internos da empresa. Eles impactam igualmente a avaliação dos ativos existentes e são o ponto de partida para qualquer análise sobre a rentabilidade futura da empresa.

Estando a contabilidade preparada para subsidiar o processo de tomada de decisão dos agentes externos à empresa e dos administradores profissionais, a expectativa sobre o futuro pode ser definida com base nas predileções pessoais de cada agente sobre as fontes de geração de valor para as empresas. Tais preferências estão refletidas em direcionadores de valor, que constituíram o objeto de estudo neste trabalho.

4.2 Espacial

Neste trabalho foram consideradas as preferências dos avaliadores de empresas que atuam no território nacional, sejam eles representantes de investidores nacionais ou estrangeiros.

4.3 Temporal

A época em que o trabalho foi realizado influenciou nos conceitos desenvolvidos e nos resultados esperados e obtidos, pelo fato de serem mutáveis ao longo do tempo. “Direcionadores-chave de valor não são estáticos, eles devem ser periodicamente revisados” (Copeland e outros, 1996: 111). Portanto, considera oportuno enfatizar que neste estudo foram contempladas as teorias publicadas até dezembro de 1999.

Capítulo II:
METODOLOGIA DE
DESENVOLVIMENTO DO TRABALHO

As ciências sociais constituem áreas do conhecimento que estudam e procuram descrever os fenômenos sociais, econômicos, políticos, psicológicos, culturais e educacionais, entre outros, que englobam relações de caráter humano e social (Godoy, 1995a).

Intuitivamente é perceptível que o conhecimento neste campo é inexaurível e incompleto: inexaurível por sofrer influência de fatores variáveis ao longo do tempo e que, portanto, necessitam de constante verificação sobre a atual prática; incompleto porque nem sempre as obras referentes ao tema explicam como foram fixados os preços das negociações, havendo nelas, portanto, várias “lacunas”.

Como consequência dessas duas características básicas, surgiram diversos métodos de trabalho, estilos de análise e de apresentação de resultados, os quais constituem alternativa de metodologia de trabalhos científicos e, em última instância, definem a metodologia de pesquisa que os haverá de sustentar.

1. Metodologias existentes

As pesquisas podem essencialmente ser classificadas quanto à natureza da variável pesquisada, ao objetivo que pretende atingir e ao grau em que o problema de pesquisa está cristalizado.

1.1 Com relação à natureza da variável pesquisada

A pesquisa qualitativa busca inferir uma possível explicação (teoria) a partir do mundo real, ao passo que a quantitativa baseia-se, *a priori*, no pressuposto de que a teoria pode, ou não, ser verificada.

Quadro 1. Características das pesquisas qualitativa e quantitativa

Característica	Pesquisa qualitativa	Pesquisa quantitativa
Objeto de pesquisa	A realidade subjetiva, a qual pode ser dividida ou entendida	A realidade objetiva, a qual pode ser identificada e medida
Modo de trabalhar com a teoria	Descobre a teoria	Testa relações baseadas na teoria
Revisão da literatura	Limitada nos estágios iniciais e intensiva nos estágios posteriores	Extensiva a fim de justificar questões sobre os estudos e teorias
Instrumento utilizado e seus efeitos	O pesquisador é o instrumento e pode influenciar os dados	Utiliza instrumentos que aumentam a objetividade
Processo de pesquisa	Circular (comparações constantes)	Seqüencial

Fonte: Rempushesk, 1997.

A pesquisa qualitativa é mais completa, ela atua mediante um embasamento teórico e, dessa forma, possibilita sensibilidade para outras experiências realizadas acerca de temas relacionados.

Segundo Kirk & Miller (Mattar, 1994: 81), a característica diferenciadora entre esses dois tipos de pesquisa é que a qualitativa “identifica a presença ou ausência de algo”, enquanto a quantitativa “procura medir o grau em que algo está presente”.

Apesar de as orientações filosóficas serem diferenciadas, é admitido o desenvolvimento de uma pesquisa que contemple ambas as metodologias, ou seja, uma pesquisa que, além de indicar o modo pelo qual as pessoas pensam sobre as naturezas do mundo, explicita o grau de importância de uma variável independente com

relação a outra, dependente. Tal possibilidade foi admitida por Rempushesk (1997), pelo método denominado triangulação, que seria justificada nos casos em que a mensuração objetiva (quantitativa) alterasse a pesquisa suficientemente para justificar o questionamento dos significados subjetivos.

1.2 Com relação ao objetivo e ao grau em que o problema de pesquisa está cristalizado

Selltiz e outros (1975: 5) afirmaram que o objetivo ao realizar-se uma pesquisa é “descobrir respostas para perguntas através do emprego de processos científicos” e alertaram que não existe garantia de que qualquer pesquisa apresente informação significativa, precisa e não viesada.

Dessa forma, o tipo de pesquisa a ser implementada seria direcionada pelo conhecimento do pesquisador sobre o tema a ser pesquisado e pelo conseqüente grau de definição do tema com relação:

- ↳ ao conhecimento do pesquisador sobre o que se pretende com a pesquisa;
- ↳ ao conhecimento do pesquisador sobre o que se deseja medir;
- ↳ a quando, onde, como e por que deverá fazer a pesquisa (Mattar, 1994: 90).

1.2.1 Pesquisa exploratória

Na concepção de Selltiz e outros (1959), é o tipo de pesquisa utilizado quando os pesquisadores buscam familiarizar-se com um fenômeno ou conseguir a sua compreensão, visando a melhor definição do problema ou a criação de novas hipóteses. Tal tipo de pesquisa geralmente é utilizada:

- ↳ nos primeiros estágios da investigação científica;
- ↳ para ajudar a estabelecer as prioridades a serem pesquisadas;
- ↳ para classificar conceitos (Mattar, 1994).

Os estudos exploratórios não verificam nem formulam hipóteses, restringem-se a conduzir a possíveis explicações do fenômeno observado, sendo, dessa forma, um primeiro passo para a elaboração de estudos nos quais sejam exercidos maiores controles, para verificar se as hipóteses que surgem têm aplicabilidade geral.

Entre os principais métodos existentes para a realização de estudos exploratórios estão levantamentos bibliográficos, levantamentos documentais, estudos de caso e observação informal.

O **levantamento bibliográfico** é indicado para o pesquisador “amadurecer” ou aprofundar problema de pesquisa e pode ser realizado por meio de consultas em livros, trabalhos acadêmicos, artigos na imprensa, associações ligadas ao tema de pesquisa, entre outros.

A **pesquisa documental** implica a utilização de documentos públicos ou de outros cujo acesso é restrito, para levantar fatos ou hipóteses a respeito do fenômeno a ser estudado.

O **estudo de casos** é um método que envolve, entre outras possibilidades, o exame de registros existentes, a observação da ocorrência do fato e a utilização de entrevistas. Tal método tem por objetivo gerar hipóteses e estimular a compreensão para a pesquisa.

Mattar (1994) teceu considerações sobre estudos de caso, quanto a:

- ↳ profundidade da análise, permite o detalhamento dos casos em estudo e a comparação com outros casos estudados;
- ↳ receptividade do pesquisador, sua atitude deve ser de buscar informações e gerar hipóteses;
- ↳ multiplicidade de aspectos do estudo, o pesquisador deve ser capaz de integrar e reunir inúmeros aspectos do objeto pesquisado.

Os estudos de caso geralmente ocorrem em situações extremadas, nas quais o pesquisador sabe, de antemão, que encontrará as características que procura em alto grau.

O último método, a **observação informal**, é a análise contínua de objetos, comportamentos e fatos ao redor do pesquisador, permitindo-lhe utilizar sua capacidade de percepção sobre objetos, comportamentos e fatos de interesse para o problema em estudo.

1.2.2 Pesquisa conclusiva descritiva

“As questões de estudos descritivos pressupõem muitos conhecimentos anteriores do problema a ser pesquisado, ao contrário do que ocorre com as questões que constituem o fundamento para os estudos exploratórios” (Selltitz e outros, 1959: 77).

As pesquisas conclusivas são bem-estruturadas e propõem objetivos bem-definidos. Geralmente tratam da descrição das características das comunidades e dos seus padrões de comportamento, requerendo, na sua condução, maior preocupação com o viés do que nas pesquisas exploratórias – requer informações exatas e completas.

Os principais métodos utilizados para realização de estudos descritivos são:

- ↳ **levantamento de campo**, que pressupõe um grande conhecimento técnico do pesquisador e trabalha com uma população representativa (gerada a partir de métodos probabilísticos);
- ↳ **estudo de campo**, que trabalha com uma amostra dos elementos da população de interesse e atende a um objetivo específico.

1.2.3 Pesquisa causal

É realizada quando o pesquisador tem como objetivo determinar as causas das ocorrências. O método mais utilizado é a experimentação, no qual uma ou mais variáveis independentes são controladas ou manipuladas pelo pesquisador, que procede à medição do efeito destas sobre a variável dependente.

As pesquisas causais são conduzidas para verificar hipóteses formuladas sobre condições contribuintes para o efeito em estudo. Tais pesquisas nunca esgotam a determinação de variáveis causadoras de um efeito – o que é sempre questionável por meio de estudos exploratórios.

Algumas precauções metodológicas devem ser tomadas para extrair inferências a respeito das causas contributivas para a ocorrência de um determinado efeito:

- ↳ a consideração da sincronia temporal das variáveis em contribuir para a ocorrência do efeito;
- ↳ a verificação da adequabilidade da escolha do grupo experimental para a pesquisa (Selltiz e outros, 1959).

2. Metodologia adotada e justificativas

Com relação à natureza da variável pesquisada, optou-se por uma pesquisa quantitativa a partir de dados representativos das opiniões dos respondentes. Tal opção justificou-se em razão da aparente ineficiência do mercado brasileiro – informações assimétricas, mercado imperfeito e concentração do controle acionário em acionistas que realizaram baixo volume em investimentos –, que carece de uma explicação a respeito das discrepâncias relacionadas aos preços das ações.

Outra razão que reforça a escolha desta metodologia é a delimitação temporal inerente ao tema, já que os direcionadores de valor são mutáveis ao longo do tempo. A adoção de metodologia na qual fossem utilizados dados de mercado – preços e volumes negociados das ações – captaria o desejo dos agentes no passado, inútil para a determinação do valor da empresa, que é baseado nas expectativas dos agentes acerca do futuro (tal constatação é verificada por alterações de prioridades que ocorrem nas empresas ao longo do tempo, como mudanças de mercado de atuação, entre outras). Como razão secundária, a disponibilidade de dados para levar à prática uma pesquisa detalhada sobre a preferência do investidor é escassa, o que acarreta a necessidade de realizar uma pesquisa sobre atitudes.

Uma pesquisa não é classificada com relação ao objetivo e ao grau em que o problema focalizado está cristalizado, como sendo estritamente de um único tipo, mas como uma composição de partes exploratórias, descritivas e causais. Neste trabalho busca-se tal composição, mas nele o cunho exploratório é o mais expressivo.

A literatura disponível sobre avaliação de empresas não inclui qualquer trabalho que trate da possibilidade de expectativas heterogêneas entre os agentes, à exceção das teorias sobre política de dividendos. Assim, para o embasamento teórico sobre o tema foi necessário realizar um estudo exploratório, que consistiu em levantamentos bibliográficos (literatura técnica), levantamentos documentais (relatórios de analistas de investimentos disponíveis no mercado) e observações informais (conversas informais com profissionais da área). Não foram utilizados, nesta parte da pesquisa, os estudos de caso.

Os estudos de caso não foram viáveis, devido ao fato de as informações sobre fusões e aquisições de empresas serem sigilosas e de relevância estratégica para as partes envolvidas, o que inviabiliza o acesso a negociações recentemente realizadas (a “onda” de fusões e aquisições data da década de 90). Adicionalmente, as informações públicas sobre o tema não contemplam aspectos que elucidem o processo de decisão

do investidor, já que não levam em consideração a carteira de investimentos dos proprietários.

A formulação de hipóteses e a cristalização do objeto de pesquisa não foram claros, induzindo à decisão da realização de um estudo exploratório. As hipóteses iniciais foram formuladas a partir da sensibilidade do pesquisador, o que descartou uma pesquisa qualitativa prévia para embasar a formulação da pesquisa quantitativa.

No presente estudo foi possível traçar padrões prováveis de comportamento dos investidores, dados os aspectos de diversificação e de efeitos do controle gerencial sobre as empresas e a importância da liquidez.

Capítulo III:
FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

1. Introdução

Consolidado pela literatura de finanças, o objetivo da administração financeira é maximizar a riqueza do proprietário, parâmetro definido como a expectativa dos fluxos de caixa provenientes dos investimentos, descontados a uma taxa correspondente ao custo de oportunidade – esse conceito de riqueza é semelhante ao de valor da empresa.

Para alcançar tal objetivo, a administração financeira atua mediante políticas de dividendos, financiamentos e investimentos, englobadas entre as atividades-chave do administrador financeiro (Gitman, 1997), desempenhando funções características:

- ↳ política de investimentos: avaliação e escolha de alternativas para aplicação de recursos nas atividades normais da empresa;
- ↳ política de financiamentos: definição e busca por uma estrutura ideal relativa às fontes de recursos, ou seja, obtenção dos recursos necessários para financiar a estrutura de investimentos da empresa ao menor custo possível;
- ↳ política de dividendos: destinação dada aos recursos financeiros que a empresa gera em suas atividades operacionais e extra-operacionais.

As três políticas estão interligadas: a atuação da administração financeira com relação a uma delas é dependente das ações relativas às outras. Para maximizar o valor da empresa, a política a ser implementada deve considerar as preferências dos investidores sobre os direcionadores de valor.

A formação do valor de uma empresa pode ser analisada pelo desempenho de suas características – os direcionadores de valor que a teoria microeconômica denomina de parâmetros. A separação analítica dessas características permite supor

que ocorram conflitos de “ótica” entre os diversos agentes ao executarem suas políticas para maximização da riqueza, gerados por preferências diferenciadas.

Dessa forma, a opção do investidor por participar do capital de uma determinada empresa reflete não somente características financeiras, que são medidas por abordagens quantitativas, mas também, julgamento acerca de quais são as características que acarretarão o aumento da riqueza dos proprietários num período de tempo mais longo do que o contemplado por meio das técnicas quantitativas existentes.

Segundo Kotler & Armstrong (1991: 3) “um produto é qualquer coisa que pode ser oferecida a um mercado para aquisição, atenção, utilização ou consumo e que pode satisfazer um desejo ou necessidade”.

Considerando a empresa como um produto, pode-se estabelecer um “mercado consumidor” para a aquisição de uma companhia, no qual os potenciais compradores desejem usufruir dos benefícios que a empresa pode proporcionar.

Existindo um “mercado consumidor”, cria-se um grupo que monitora as atividades de uma empresa, utilizando critérios de mensuração que retratam o valor por ela representado. Os administradores da organização também utilizam os dados desse monitoramento para implementar políticas de remuneração variável por desempenho, estabelecendo uma orientação que minimiza os conflitos de agência, formando ainda uma “via de duas mãos” para o “tráfego de informações” que ajustam as avaliações da administração da empresa, do mercado e, perifericamente, do governo.

Assim, o alcance dos objetivos empresariais por um processo de planejamento estratégico passa pela definição do nicho de mercado de potenciais compradores da empresa, proporcionando liquidez para uma provável negociação desse ativo. Definido o nicho de mercado, a administração poderá passar a tomar decisões que agreguem valor à empresa, buscando atingir um *mix* ótimo de direcionadores de valor que

possibilite elevar o seu valor. Sob essa concepção, portanto, a estratégia empresarial deve contemplar decisões variadas que permitam atingir uma combinação de direcionadores de valor baseada na plena compreensão dos desejos dos potenciais investidores nas empresas e das estratégias dos concorrentes, na busca pelos mesmos investimentos.

O valor da empresa sendo subjetivo, pode ser definido como:

- ↳ valor intrínseco ou correto (Ross e outros, 1995): valor gerado pelas variáveis relacionadas com o mercado consumidor dos produtos e serviços da empresa, que é refletido pelo preço e pela quantidade vendida dos seus produtos e serviços e pelos custos decorrentes dos esforços de comercialização e colocação dos produtos no mercado. Essas variáveis, combinadas com a percepção de risco do negócio, propiciam o indicador **geração de caixa** que, descontado pela taxa mínima de atratividade, sinaliza o valor da empresa;
- ↳ valor percebido pelo mercado (Kotler & Armstrong, 1991) valor definido pela maneira que os investidores profissionais selecionam, organizam e interpretam informações para formar imagem significativa do negócio. Essa avaliação é influenciada por fatores que determinam o comportamento do investidor com relação a determinada oportunidade de investimento. Tais fatores são técnicos, culturais, sociais, pessoais e psicológicos, havendo, inclusive, a possibilidade de que os investidores profissionais maximizem esses fatores visando a maiores retornos pessoais.

O valor da empresa, realizável apenas com a existência de liquidez para o ativo que representa, reflete os parâmetros geradores de valor, os quais são determinados pela preferência dos investidores corporativos, profissionais representantes dos investidores individuais, com relação às características ideais que a empresa deve possuir.

Para elucidar a questão, pode-se usar o exemplo de um tesouro que está no fundo do mar, cuja existência é desconhecida. Apesar de seu valor intrínseco ser alto, o percebido é nulo, já que nenhum comprador está informado sobre sua existência.

2. Valores diferentes para cada avaliador e agente

Damodaran (1997) mencionou algumas dimensões do uso da avaliação de empresas, apresentadas a seguir.

- ↳ Para fusões e aquisições: interesses em uma venda iminente do negócio, na qual serão apresentadas análises sob os pontos de vista dos futuros compradores e vendedores que lhes permitirão exercer seu poder de barganha em um processo de negociação, pela discussão das considerações adotadas na avaliação, por tratar-se de investimentos vultuosos, com pouca possibilidade de fazer parte de uma carteira diversificada e com ativos de alta liquidez.
- ↳ Para finanças corporativas: interesses em critérios para a tomada de decisões estratégicas, táticas e operacionais, considerando uma empresa em marcha e usuária de indicadores de desempenho para remuneração dos funcionários.
- ↳ Para administração de carteiras: interesses em avaliar ativos que contribuam para a maximização do retorno e minimização do risco de uma carteira de investimentos potencialmente diversificada, fazendo com que os valores possam ser estimados por meio de comparações com outros ativos disponíveis (freqüentemente pela utilização de índices de avaliação relativa).

Dessa forma, os direcionadores de valor poderão ser diferentes para cada um destes agentes e, conseqüentemente, o valor da empresa poderá ser maximizado por meio de diferentes *mix* de direcionadores, dependendo do mercado alvo e da ótica dos avaliadores.

Quadro 2. Características dos investimentos dos grupos de agentes

Grupo/Característica	Possibilidade de diversificação	Controle sobre as decisões da empresa	Liquidez do investimento
Administradores de carteiras	alta	baixo ou nenhum	alta
Agentes atuantes em finanças corporativas	baixa	média ou alta ^c	média ^a
Avaliadores para fusões e aquisições	baixa ^b	média ou alta ^c	baixa

^a Dependente da possibilidade de recolocação do funcionário no mercado e da conjuntura econômica.

^b Os investimentos são vultuosos e implicam baixa possibilidade de diversificação eficiente da carteira de investimentos do acionista.

^c Dependente da qualidade dos controles internos da empresa e da eficiência da *accountability* dos administradores profissionais aos controladores.

Em paralelo aos direcionadores de valor das empresas, há ampla abordagem quantitativa composta por métodos e técnicas de avaliação de empresas que contemplam, em suas premissas, variáveis relacionadas com as características da empresa e as preferências dos investidores. Tais variáveis direcionam para o método ou a técnica mais adequada para avaliação de um negócio.

Pode-se esperar, devido a diferentes preferências quanto aos direcionadores de valor da empresa, que este seja alterado dependendo do grupo interessado em negociá-la.

3. Possibilidade de ocorrência de conflitos entre os agentes

Quando existem divergências entre os agentes quanto ao melhor modelo ou técnica para avaliação de uma empresa e quais os direcionadores de valor para cada grupo, os conflitos de interesses se acentuam e o poder de barganha é exercido

amplamente. Nessas circunstâncias, os conceitos e as técnicas formais de avaliação cedem espaço às forças de mercado.

As decisões nos âmbitos interno e externo à empresa sobre os direcionadores de valor a serem estimulados podem não ser as mesmas. Rappaport (1998) atribuiu esses conflitos no processo decisório a diferentes fatores, entre eles

- ↳ assimetria de informações: a imperfeição das informações e dos conhecimentos de cada tipo de avaliador na determinação e na escolha dos direcionadores do valor da empresa ocasionam divergências entre eles. A assimetria mais importante seria a divergência de informações entre os agentes do mercado de ações e a administração da empresa avaliada, gerando ineficiências de mercado, e a conseqüente dificuldade de implementação de medidas de desempenho baseadas na criação de valor para o proprietário, sendo este, em última instância, o valor de mercado da empresa – razão também citada por Damodaran (1997);
- ↳ conflitos de agência: as decisões dos gerentes das unidades de negócio em maximizar o valor de sua remuneração, em detrimento da maximização do valor da empresa. Esse fenômeno sugere que a empresa deve ter práticas de segregação da contribuição de cada unidade de negócios para o valor da empresa, definidas e baseadas em critérios que garantam a aprovação de todos os agentes, fazendo com que tais conflitos sejam evitados. Uma extensão dos conflitos de agência apresentados é a ocasionada pela influência dos agentes econômicos sobre os eventos posteriores, gerando “bolhas” nos preços dos ativos, fato mencionado por Sanvicente & Mellagi Filho (1988) e corroborado por Soros (1994). Os participantes do mercado têm poder de influenciar o curso dos acontecimentos e, portanto, seriam tendenciosos em suas decisões, privilegiando interesses de ordem pessoal.

Segundo Rappaport (1998), o mercado de ações é fundamental para proporcionar *feedback* aos administradores sobre suas gestões e para propiciar um direcionador para o estabelecimento de políticas de remuneração aos executivos e aos

funcionários – no caso da inexistência de assimetria de informações –, minimizando os conflitos no processo decisório nos âmbitos interno (decisões estratégicas, operacionais e táticas) e externo (decisões dos investidores e outros agentes). Outros autores citam a confiabilidade das informações sobre as unidades individuais de negócio, a estratégia corporativa e a competência dos administradores como sendo fundamentais para que o mercado de ações desempenhe esse papel.

O processo de gerenciamento do valor da empresa, introduzido pela obra de Rappaport (1998) foi aprofundado, pela sugestão de implementação mediante a segregação dos diversos direcionadores de valor que são de responsabilidade de cada funcionário, por Copeland e outros (1996). Os autores enfocam a “operacionalização” das idéias de Rappaport pela definição de gerenciamento com base no valor: “O gerenciamento com base no valor é um processo integrativo com o objetivo de implementar decisões estratégicas e operacionais por toda a organização baseado em direcionadores-chave para o valor da empresa”(op. cit., 1996: 97).

O aspecto integrativo é viabilizado por meio de uma cultura organizacional, na qual os membros ajam com o objetivo de maximizar o valor da empresa, com confiabilidade nos indicadores que mensurem o efeito de suas ações sobre tal valor (Copeland e outros, 1996)

Estando o valor relacionado com a expectativa dos investidores sobre qual seria o preço justo de uma empresa, as posições dos interessados em um processo de avaliação são fundamentais para a escolha dos direcionadores de valor mais importantes para gerenciar a criação desse valor pela administração e, conseqüentemente, das técnicas e modelos para mensurá-los.

Com base nessa argumentação, pode-se esperar que tais direcionadores de valor oriundos de expectativas dos investidores profissionais conduzam ao preço justo da empresa, o qual é definido pelo valor percebido pelo investidor, ou seja, os atributos

que ele valoriza (ou desvaloriza) numa empresa serão os geradores (ou destruidores) de valor.

Existem muitos métodos quantitativos para traduzir as preferências dos avaliadores em valores monetários. Tais métodos são utilizados para fins de comparação entre diversas alternativas de investimentos. Sua diversidade permite que cada grupo de agentes utilize métodos e técnicas adequados às características de seus investimentos. Os métodos de avaliação de empresas foram classificados por Damodaran (1997) em três grandes grupos, cuja condução está baseada em fluxos de caixa descontados a valor presente pela taxa de retorno exigida pelos proprietários; comparação de índices relativos e existência de direitos contingentes (por opções). Dentre as abordagens que consideram fluxos de caixa, há uma variante que “permite a análise distinta da operação, do financiamento e da gestão do investimento da organização” (Frezatti, 1998), chamada de abordagem do resultado econômico residual.

4. Planejamento baseado no valor da empresa

Rappaport (1998) demonstrou a ineficiência dos indicadores contábeis no estabelecimento do valor das empresas e identificou a importância de uma visão a longo prazo para subsidiar a viabilidade econômico-financeira das medidas estratégicas da administração. A perspectiva citada é o objetivo da maximização do valor da empresa, operacionalizado mediante ações estratégicas definidas e monitoradas pelos direcionadores de valor, os quais devem ser relevantes na criação e na manutenção da riqueza do proprietário.

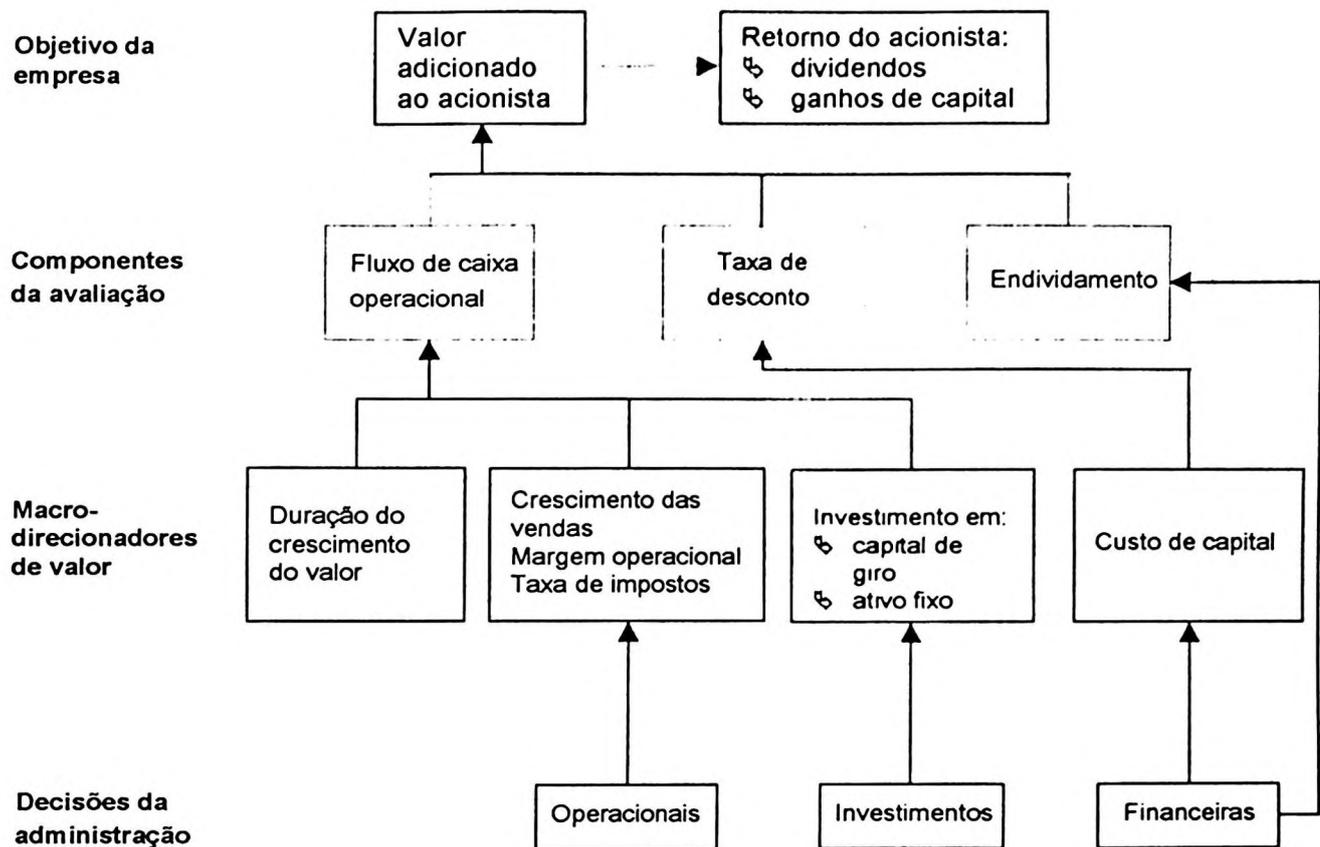


Figura 1. Rede de valor para o proprietário (Rappaport, 1996: 56)

Os macrodirecionadores de valor são de natureza financeira e sofrem a influência dos microdirecionadores de valor, os quais, por sua vez, são influenciados diretamente pelas decisões da administração.

Quadro 3. Direcionadores de valor atrelados aos tipos de decisões da administração

Decisões da administração	Exemplos
Operacionais	Mix de produtos, preço, promoção, propaganda, distribuição e nível de serviços aos clientes
Investimentos	Aumento dos níveis de estoque, aumento da capacidade de produção
Financeiras	Estrutura de capital

Os direcionadores identificados e monitorados pelos administradores das empresas são os chamados microdirecionadores de valor, considerando o menor nível de agregação institucional no qual se encontram os resultados imediatos das decisões de natureza operacional. Resultados que, em escala micro, são os efetivos propulsores da formação dos macrodirecionadores, os quais, por sua vez, viabilizam os resultados estratégicos da instituição e a fazem alcançar os objetivos dos proprietários.

Outras obras corroboram todos os conceitos relativos à interligação entre planejamento estratégico e direcionadores de valor enunciados por Rappaport. Os autores identificam como os grandes grupos direcionadores de valor, as estratégias de participação de mercado, as estratégias corporativas, os valores institucionais, o desempenho e a compensação de executivos.

Uma proposta para a interligação entre os direcionadores de valor da empresa e a estratégia pode ser formulada usando como fundamento as definições apresentadas por Rappaport (1998) e Sharpe e outros (1993).

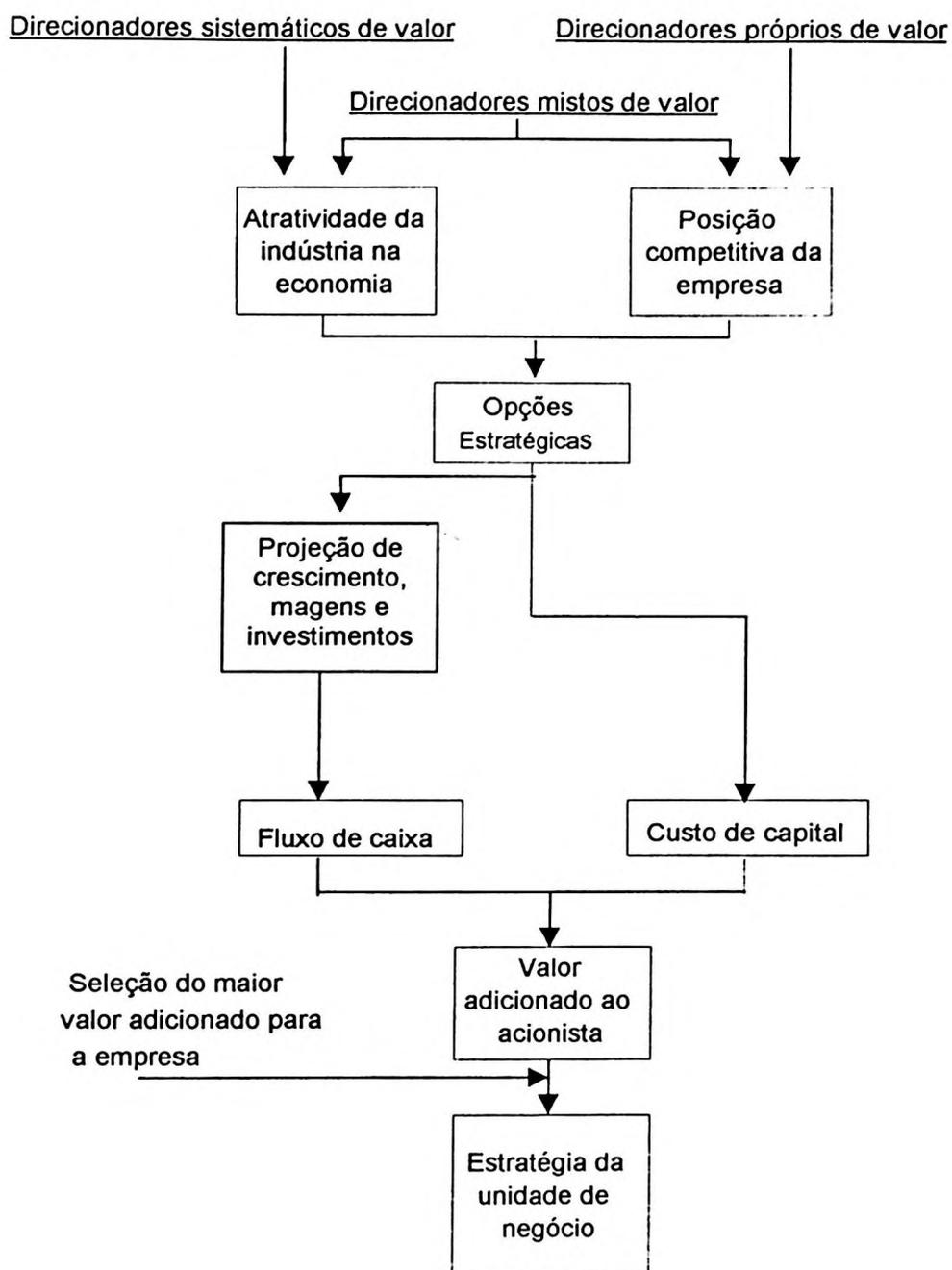


Figura 2. Formulação de estratégias baseadas em direcionadores de valor (Rappaport, 1998: 60)

Esta interligação visa a separar o que pode ser controlado do que é incontrolável pela administração da empresa – os direcionadores próprios e os sistemáticos, respectivamente.

5. Políticas de investimentos dos acionistas

As políticas de investimentos do acionista e da empresa diferem por diferentes pressupostos da teoria de finanças corporativas e da teoria de carteiras. Enquanto o acionista procura maximizar sua carteira de investimentos – normalmente composta por várias participações acionárias –, o administrador profissional busca maximizar o valor da empresa – entidade com vida própria.

Brealey & Myers (1996: 164) mencionam que “O plano de ação do investidor pode ser dividido em duas fases. Primeiro, há que se escolher a (melhor) carteira de ações. Segundo, há que se misturar esta carteira com o endividamento e a concessão de empréstimos para se obter uma exposição ao risco que satisfaça os gostos específicos do investidor”.

Essa parece ser a política de investimentos mais racional a ser adotada por um investidor, considerando a moderna teoria dos *portfolios* originada a partir da obra *Portfolio Selection* (1959), de Markowitz. Os investidores, entretanto, parecem não adotar essa política de forma completa.

Kaiser, citado por Maggin & Tuttle (1990: 36), apontou três políticas de investimentos, nas quais se incluía a preconizada pela moderna teoria de *portfolios*.

↳ **Ausência de plano:** a escolha do investimento é orientada pelo conhecimento que o investidor tem sobre ele, em si, ou pelo que lhe traga maior sensação de conforto. Tal escolha denota a presença de uma “política de investimento subconsciente”, talvez orientada por comportamento conservador ou agressivo, de horizonte de tempo curto ou longo, de preferência por dividendos ou por ganhos de capital, entre outros.

↳ **Abordagem tradicional:** o autor afirma ser ela muito utilizada pela facilidade de compreensão e pela apresentação de estratégias de investimentos passadas de geração a geração. Tais estratégias são baseadas em:

- ✓ renda, os ativos para compor tais carteiras devem de preferência pagar dividendos;
- ✓ renda e crescimento, os ativos preferencialmente devem pagar dividendos e ter modesta perspectiva de valorização das ações no longo prazo;
- ✓ crescimento, preferida por investidores com horizonte de tempo longo e que estão interessados na valorização das ações no longo prazo;
- ✓ crescimento agressivo, preferida por investidores com maior capacidade para suportar, emocionalmente, altas volatilidades das taxas de variabilidade dos retornos.

↳ **Abordagem baseada na “Moderna teoria dos *portfolios*”:** o autor trata esta política de investimentos de forma semelhante à tratada por Brealey & Myers (1996: 164): “Esta política oferece a maior flexibilidade em reagir ao meio ambiente, tendo a possibilidade de oferecer melhores retornos se a tática correta for escolhida, e ainda tem um grande potencial para satisfazer o grau de preferência pelo risco inerente a cada investidor” (Maggin & Tuttle, 1990: 36). Assim, dois benefícios são esperados desta política:

- ✓ maximizar o retorno para um dado nível de risco da carteira;
- ✓ conciliar o perfil individual de risco do investidor com aquele assumido pelos investimentos realizados, sendo este último mantido constante ao longo do tempo pelo monitoramento do risco sistemático, com conseqüente reposicionamento dos investimentos para atender ao perfil de risco escolhido.

A decisão pela adoção de uma dentre as três políticas de investimentos indicadas por Kaiser, apesar de a considerada como mais racional pelos autores ser aquela baseada na Moderna teoria dos *portfolios*, passa pelo atendimento das

características psicológicas, da preferência pelo risco, das metas dos investidores e, ainda, pela competência dos administradores em gerenciar carteiras de investimentos.

Especificamente com relação ao perfil psicológico, Kaiser considera este ser determinado pela sua personalidade e pelas necessidades dela derivadas. Cinco personalidades foram tipificadas por Bailard e outros (Maginn & Tuttle, 1990: 7), considerando o nível de confiança individual e o método individual de atuação.

- ↳ **aventureiros**: enfrentam dificuldades para orientar investimentos, por terem suas próprias idéias sobre quais sejam os melhores e tendem a não utilizar carteiras eficientemente diversificadas;
- ↳ **celebridades**: não têm idéias próprias sobre investimentos e são aversos à antecipação de tendências;
- ↳ **individualistas**: tendem a agir a seu modo e a analisar racionalmente cada alternativa;
- ↳ **guardiões**: tendem a preservar sua riqueza e são muito cuidadosos ao selecionar seus investimentos;
- ↳ **balanceados**; não tendem a qualquer dos quatro tipos anteriores e se expõem em nível moderado de risco.

É importante salientar que os investidores corporativos tendem a atuar de maneira diferente da dos individuais, cujas personalidades foram detalhadas. A forma de atuação dos primeiros tende a ser comparada à descrita para a personalidade balanceada. Eles atuarão com vários investidores individuais, que no conjunto têm personalidades heterogêneas e, portanto, balanceadas. São profissionais da área, pressupondo que utilizem técnicas apoiadas na teoria de finanças para a tomada da decisão de investir.

As características individuais são, pelo exposto, diluídas por uma atuação mais profissional e balanceada dos avaliadores para administração de carteiras.

Pode-se esperar que avaliadores para fusões e aquisições e para finanças corporativas considerem melhor as características individuais dos investidores. De qualquer maneira, também é possível pressupor que a escolha entre as diversas abordagens para a tomada de decisão de investimentos seja derivada de características individuais, ou do investidor corporativo – agente dos investidores individuais – ou do próprio investidor individual.

5.1 A moderna teoria dos *portfolios*

Teoria enunciada a partir do trabalho *Portfolio selection* de Markowitz (1952), citado por Bruni & Famá (1998: 20): “Enquanto o retorno esperado de um conjunto de ativos é resultado da média dos retornos individuais esperados, ponderada pela participação individual de cada ativo no conjunto, o risco desta carteira – representado pelo desvio padrão dos retornos – é função das variáveis individuais dos ativos e das parcelas de covariâncias existentes entre os ativos, calculadas de dois em dois ativos”.

Portanto, a taxa esperada de retorno de uma carteira, é a média ponderada das taxas de retorno esperadas dos ativos que fazem parte da carteira:

$$E(R_p) = \sum_{j=1}^M x_j \cdot E(R_j)$$

(equação 1)

onde,

$E(R_p)$: é o retorno médio esperado da carteira;

x_j : é a parcela dos recursos totais da carteira aplicada no ativo j ;

$E(R_j)$: é o retorno esperado do ativo j , o qual é componente da carteira;

M : é o número de ativos na carteira.

O risco pode ser estimado pela equação:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i x w_j x \text{COV}_{i,j}}$$

(equação 2)

cuja representação matricial seria:

$$\sigma_p = \sqrt{\begin{bmatrix} w_1 & w_2 & \dots & w_n \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \text{var } 1 & \text{cov } 12 & \dots & \text{cov } 1n \\ \text{cov } 12 & \text{var } 2 & \dots & \text{cov } 2n \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ \text{cov } n1 & \text{cov } n2 & \dots & \text{var } n \end{bmatrix} \begin{bmatrix} w_1 \\ w_2 \\ \dots \\ w_n \end{bmatrix}}$$

(equação 3)

onde,

σ_p : é o desvio padrão do *portfolio p*;

w_i : é a proporção investida no ativo *i*;

var *i*: é a variância do ativo *i*;

cov *i,j*: é a covariância entre os ativos *i* e *j*.

Os retornos entre os ativos, portanto, estão correlacionados e tais correlações podem ser representadas na forma da matriz de covariâncias apresentada na equação 3:

$Cov(R_a, R_a)$	$Cov(R_a, R_b)$	$Cov(R_a, R_c)$...	$Cov(R_a, R_m)$
$Cov(R_b, R_a)$	$Cov(R_b, R_b)$	$Cov(R_b, R_c)$...	$Cov(R_b, R_m)$
$Cov(R_c, R_a)$	$Cov(R_c, R_b)$	$Cov(R_c, R_c)$...	$Cov(R_c, R_m)$
...
$Cov(R_m, R_a)$	$Cov(R_m, R_b)$	$Cov(R_m, R_c)$...	$Cov(R_m, R_m)$

$$Cov(Ra, Ra) = \sum_{i=1}^m h_i [Ra, i - E(Ra)] [Ra, i - E(Ra)] = \sum_{i=1}^m h_i [Ra, i - E(Ra)]^2 = \sigma^2 (Ra)$$

(equação 4)

onde

$$Cov(Ra, Rb) = \sum_{i=1}^m h_i [Ra, i - E(Ra)] [Rb, i - E(Rb)] = \sum_{i=1}^m h_i [Ra, i - E(Ra)] [Rb, i - E(Rb)] = Cov(Ra, Rb)$$

(equação 5)

na qual,

h_i : é a probabilidade de ocorrer os retorno $R_{\alpha,i}$, sendo α o ativo;

$E(R_{\alpha})$: é o retorno esperados da ação α .

Se a covariância resulta um número positivo, pode-se dizer que se uma ação produz retornos acima de sua média, a outra tenderá a produzir retornos acima de sua média. No caso de a covariância ser um número negativo, ocorre uma relação inversa.

Como tal valor pode oscilar entre valores extremamente pequenos e infinitos, o coeficiente mais utilizado para indicar as relações entre os retornos dos ativos é o coeficiente de correlação (ρ), que varia entre -1 a $+1$, o que facilita seu uso e interpretação.

$$\rho_{a,b} = \frac{Cov(a,b)}{\sigma_a \cdot \sigma_b}$$

(equação 6)

onde,

$\rho(a,b)$: é o coeficiente de correlação entre os ativos a e b ;

$Cov(a,b)$: é a covariância entre os retornos dos ativos a e b ;

σ : é o desvio padrão dos retornos dos ativos.

O coeficiente de correlação pode assumir valores que indicam o comportamento relativo do retorno de cada ação e o benefício desta relação para os investidores – decorrente da relação risco-retorno estabelecida pelas correlações dos ativos:

Quadro 4. Coeficientes de correlação entre os ativos

Valor do coeficiente	Tipo de Correlação
$\rho = 1$	perfeitamente positiva
$0 < \rho < +1$	imperfeitamente positiva
$\rho = 0$	Não há correlação
$-1 < \rho < 0$	imperfeitamente negativa
$\rho = -1$	perfeitamente negativa

Exemplificando, para diferentes correlações, dois ativos podem gerar os seguintes perfis de relação risco/retorno:

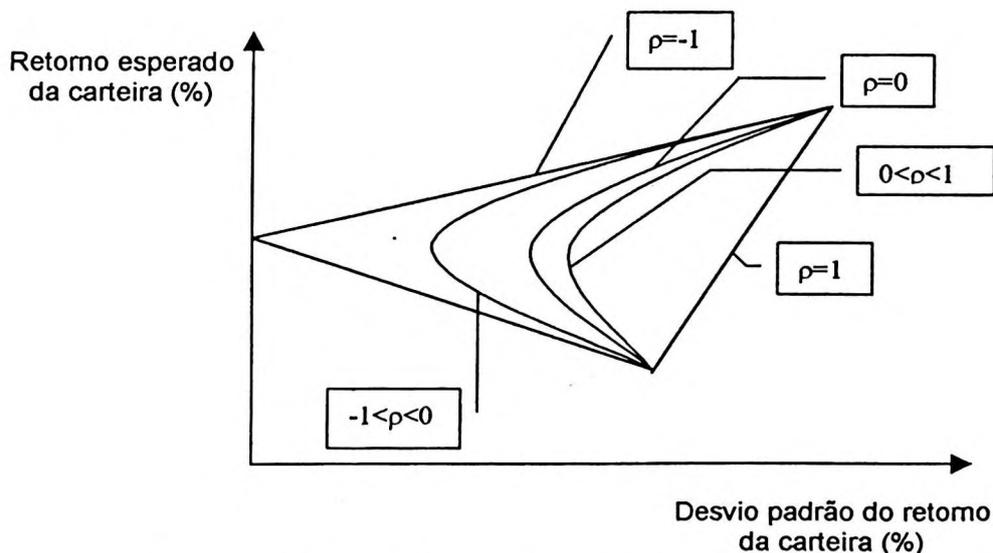


Figura 3. Perfis de risco e retorno para diferentes correlações

As análises a serem feitas com relação ao retorno e ao risco de uma carteira de investimentos de um indivíduo são:

- ↳ retorno esperado do *portfolio*, consiste no cálculo da média ponderada dos retornos esperados dos ativos individuais;

↳ risco do *portfolio*, dependente das covariâncias dos retornos individuais de cada ativo que compõe a carteira de investimentos – o investidor escolhe as ações componentes de sua carteira a partir da análise da correlação entre os ativos disponíveis na economia.

Quando o controle de uma empresa pertence a um único investidor, e ela for a emissora de títulos que fracionam o seu capital, o valor de um título, representativo do valor da companhia, é determinado pela sua contribuição para a maximização do retorno e minimização do risco da carteira do investidor proprietário do título. Portanto, o investidor avaliará a empresa conforme a sua contribuição para o risco e o retorno de sua carteira de investimentos.

Devido ao efeito das covariâncias entre os retornos dos ativos (equação 3), a região de carteiras possíveis de serem formadas está situada num espaço limitado do plano representativo da relação entre risco e retorno de investimentos.

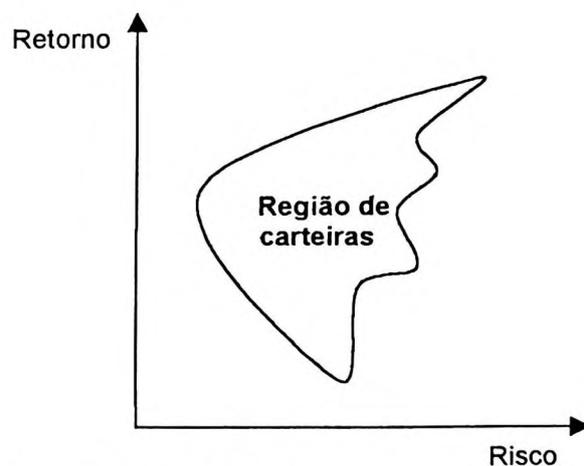


Figura 4. Região que engloba todas as carteiras possíveis de serem formadas

As carteiras selecionadas por um investidor racional devem estar situadas numa região chamada de fronteira eficiente, a qual engloba as carteiras que otimizam a relação risco e retorno, ou seja: dado um nível de risco, não existe carteira com maior retorno; dado um nível de retorno, não existe carteira com menor risco.

Pela utilização das curvas de indiferença para o investidor, pode-se demonstrar que existe uma região na qual todas as carteiras escolhidas se situarão: a fronteira eficiente. Tal região é definida pela existência de carteiras dominantes sobre outras, quando considerada a relação risco e retorno (princípio da dominância). O princípio da dominância garante que as carteiras escolhidas estarão situadas na fronteira eficiente, já que um investidor racional prefere maximizar a sua satisfação.

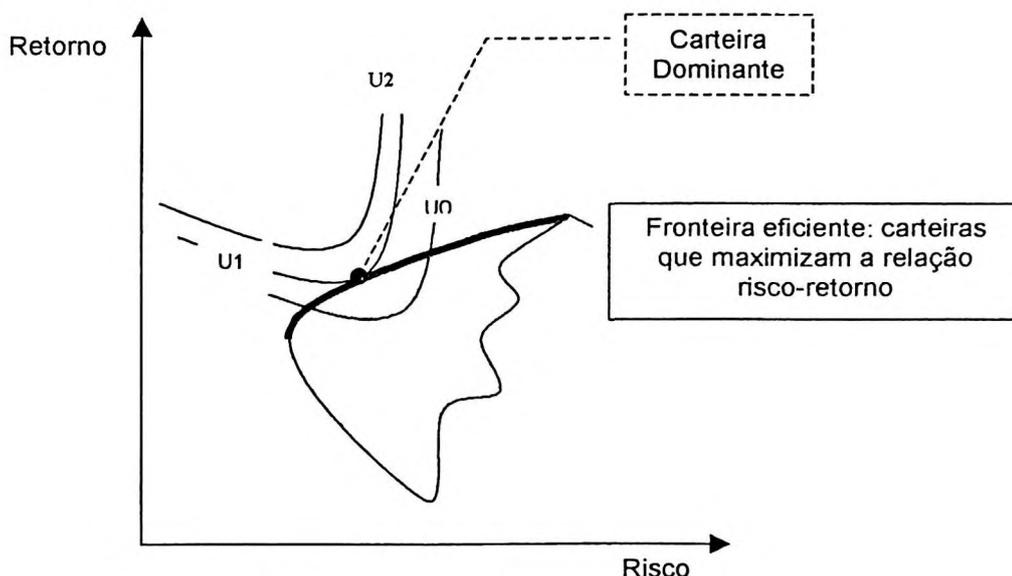


Figura 5. Selecionando uma carteira ótima

Os pontos que compõem a fronteira eficiente podem ser expressos matematicamente e correspondem aos pontos em que há a máxima razão recompensa-variabilidade:

$$\max\left(\frac{R_p}{\sigma_p}\right) = \max\left(\frac{\sum_{i=1}^n R_i x w_i}{\sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \sigma_i x w_i x \sigma_j x w_j x \rho_{ij}}}\right)$$

(equação 7)

A equação que representa tais pontos deve ser aplicada a restrição de que o valor total investido deva ser 100%, ou:

$$\sum_{i=1}^n w_i = 100\%$$

5.1.1 Diversificação

Sabendo-se que os retornos dos ativos estão correlacionados, e existe uma carteira ideal para cada investidor – escolhida a partir de preferências pessoais – pode-se inferir haver uma carteira ótima, que estará exposta apenas ao risco comum a todos os ativos – o risco sistemático.

Esta redução do risco de uma carteira à componente sistemática é o fenômeno da diversificação. O risco da carteira pode ser calculado por:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^n w_i \cdot w_j \cdot \text{COV}_{i,j}}$$

(equação 8)

A equação proposta pode ser simplificada pela suposição de que todos os ativos estejam distribuídos igualmente, resultando a equação a seguir, que representa a expressão do risco da carteira do investidor.

$$\sigma_p = \sqrt{\frac{1}{n} \left(\frac{\sum_{i=1}^n \sigma_i^2}{n} \right) + \frac{\sum_{i=1}^n \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^n \text{cov } i, j}{n^2}} = \sqrt{\frac{1}{n} \overline{\sigma_i^2} + \frac{n-1}{n} \overline{\text{cov } i, j}}$$

(equação 9)

Quando é aumentado o número de ativos na carteira, pode-se estabelecer o risco do *portfolio* em:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \sigma_p = \lim_{n \rightarrow \infty} \sqrt{\frac{1}{n} \overline{\sigma_i^2} + \frac{n-1}{n} \overline{\text{cov } i, j}}$$

(equação 10)

Sendo:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{1}{n} = 0$$

e

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{n-1}{n} = 1$$

tem-se:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \sigma_p = \overline{\text{cov } i, j}$$

O aumento do número de ativos na carteira leva a minimização do risco à covariância média entre todos os ativos. Assim, se a covariância média entre eles fosse nula, a totalidade do risco todo estaria anulada e seria possível obter uma carteira de ativos “sem risco”.

A obtenção de tal carteira é impossível devido aos fatores que afetam todas as empresas, dos quais o investidor não tem possibilidades de se proteger. Esse conjunto de fatores constitui o risco sistemático, representado pelas variáveis que ocasionam variações no fluxo de caixa de todas as empresas e, conseqüentemente, no seu valor.

Assim, o risco mínimo de uma carteira é a covariância média entre o retorno de todos os ativos. O decréscimo do risco de uma carteira ocorre com o aumento do número de ativos que a compõem. No entanto, segundo Ross e outros (1995: 217), “as variâncias dos títulos individuais são eliminadas com a diversificação, mas não é possível eliminar os termos da covariância”.

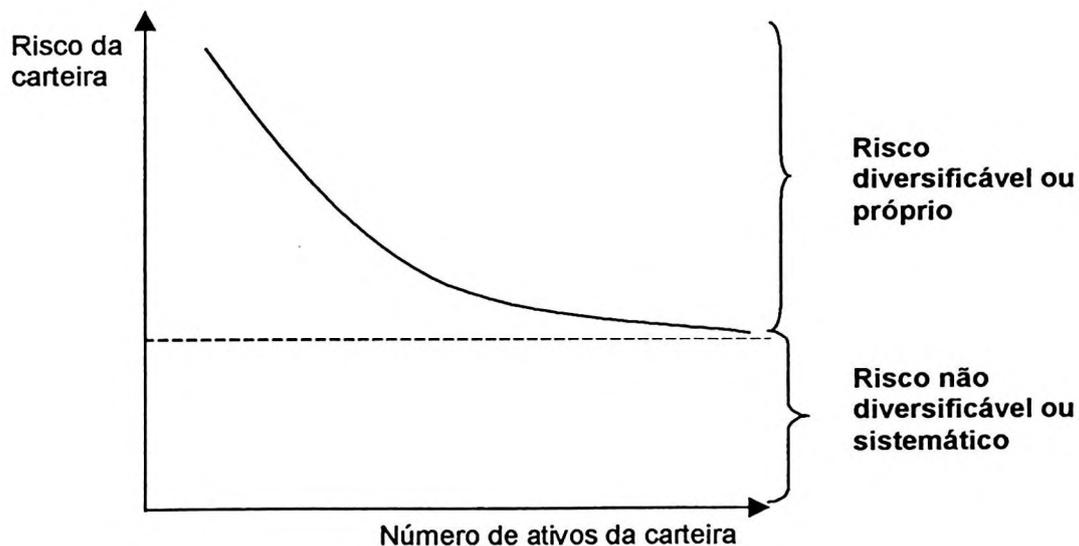


Figura 6. Risco total x número de ativos na carteira (Gitman, 1997: 221)

A possibilidade de diversificação por parte dos investidores faz com que eles exijam rentabilidade mínima para a cobertura do risco sistemático – o grau de exposição ao risco sistemático pode ser monitorado pela seleção de ações baseada na covariância entre elas.

Na hipótese de uma diversificação ineficiente, pode-se esperar que tais investidores estejam almejando rentabilidades que remunerem os riscos sistemático e próprio a que estão expostos.

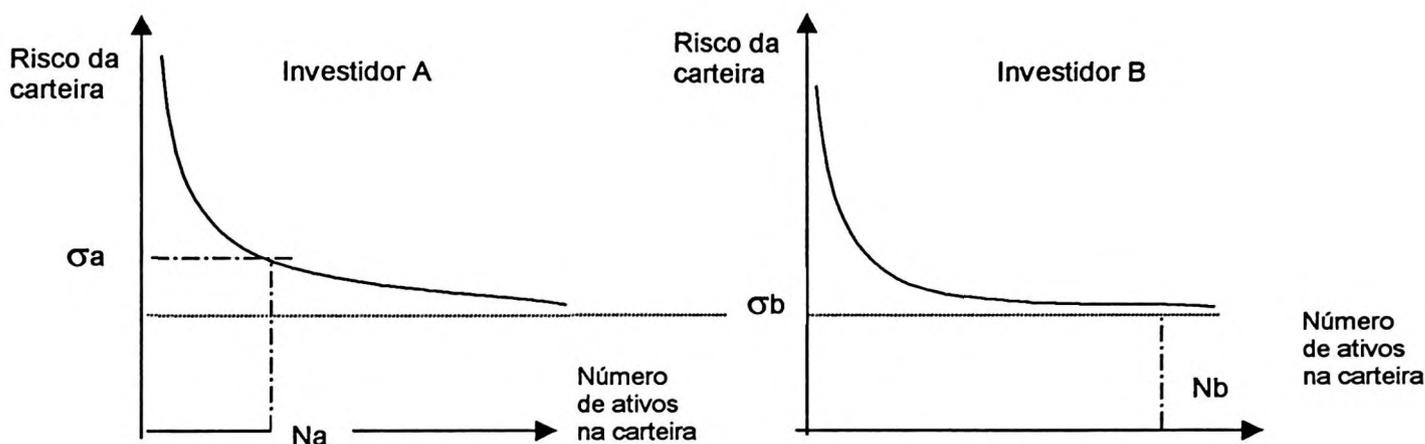


Figura 7. Eficiência da diversificação de carteiras de dois investidores

Baseado em Bruni e Famá (1998)

No caso apresentado, o investidor B exige rentabilidade menor do que o investidor A por ter sido mais eficiente na diversificação de sua carteira de investimentos.

Maggin & Tuttle (1990) relataram a realização de vários testes para definir o número de ativos necessários para reduzir o risco de uma carteira ao risco sistemático da economia, cujos resultados permitem concluir que oito a doze ações seriam suficientes para reduzir o risco total da carteira ao risco sistemático e que quinze ações de oito diferentes indústrias seria uma política recomendável.

5.1.2. Equilíbrio de mercado

Os investidores selecionam carteiras fundamentados em alguns princípios básicos (Brealey & Myers, 1996):

- ↳ preferem carteiras eficientes, ou seja, aquelas que oferecem a mais alta rentabilidade para um dado desvio padrão;
- ↳ o impacto marginal de uma ação sobre o risco de uma carteira é medido pela contribuição da primeira ao último;
- ↳ a contribuição do risco de uma ação para o risco da carteira de mercado é medido pelo índice β . Brealey & Myers (1996: 141) afirmaram: “O risco de uma carteira bem diversificada depende do beta médio dos títulos incluídos na carteira. Assim, a contribuição de um título para o risco da carteira depende do beta do título.”

O padrão estabelecido para indicar a relação entre os riscos de uma ação e do mercado, ou seja, os fatores comuns a todas as ações disponíveis é a carteira de mercado, a qual “contém todo ativo com risco do sistema econômico e na proporção do valor total de mercado de cada ativo com relação ao valor total de mercado de todos os outros ativos” (Haugen, 1993: 54).

O coeficiente que mede a sensibilidade do retorno de um ativo a variações na carteira de mercado, pode ser determinado pela relação:

$$\beta_j = \frac{\text{cov}(R_j, R_M)}{\sigma^2 R_M}$$

(equação 11)

onde:

β_j : é o coeficiente indicativo do risco sistemático;

$cov(R_j, R_m)$: é a covariância entre os retornos do ativo j e da carteira de mercado;

$\sigma^2 R_M$: é a variância da amostra das taxas de retorno da carteira de mercado, medida da seguinte forma:

$$\sum_{t=1}^N \frac{(R_{M,t} - \bar{R}_M)}{N-1}$$

(equação 12)

na qual N é o número de amostras.

O resíduo é a parcela do retorno da ação, não explicada pelo mercado, calculado por:

(equação 13)

$$\mathcal{E}_{j,t} = R_{j,t} - \underbrace{\left[\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{M,t} \right]}_{\text{retorno esperado}}$$

sendo

$\mathcal{E}_{j,t}$: o resíduo

$R_{j,t}$: o retorno produzido pela ação em um determinado momento.

A variância residual indica a parcela dos retornos não explicada pela linha característica do título, ou seja, o risco próprio do ativo ou o retorno independente do mercado:

$$\sigma^2 \varepsilon_j = \frac{\sum_{t=1}^N \varepsilon^2_{j,t}}{N-2}$$

(equação 14)

Se os investidores puderem conceder e contrair empréstimos a taxas livres de risco, deverão então, sempre, deter a combinação de um investimento sem risco e de uma carteira de ações.

Tais princípios propiciaram a base teórica do modelo que especifica as condições de equilíbrio no mercado de títulos de renda variável e fixa (CAPM).

Este modelo é baseado na proposição da eficiência de mercado e em premissas inerentes ao próprio modelo (Harrington, 1987).

↳ **Premissa 1:** o objetivo do investidor é maximizar a utilidade da riqueza e não, a riqueza por si só e as bases para suas escolhas são as avaliações do risco e do retorno.

Esta proposição é aplicável a investidores, para os quais o grau de utilidade (satisfação) obtida dependa das combinações entre risco e retorno que estão disponíveis.

Com relação ao risco, os investidores são classificados como:

- ✓ aversos ao risco: cada incremento de receita é menos desejado do que o último acréscimo;
- ✓ com preferência pelo risco: cada incremento de receita é mais desejado do que o último acréscimo;
- ✓ neutro ao risco: cada incremento de receita é igualmente atrativo ao último.

O CAPM assume que os investidores avaliam risco e retorno quando decidem seus investimentos e são aversos ao primeiro.

↳ **Premissa 2:** os investidores têm expectativas homogêneas.

A existência de homogeneidade nas expectativas, que só podem ser satisfeitas com a disponibilização de todas as informações aos participantes do mercado, é um pressuposto do modelo. Tais expectativas homogêneas são representadas pelo consenso dos participantes do mercado sobre a magnitude esperada do risco e do retorno de cada investimento.

↳ **Premissa 3:** a existência de um ativo livre de risco, tendo os investidores a possibilidade de emprestar e aplicar à sua taxa.

A existência de um ativo livre de risco e independente das variações da carteira de mercado é fator fundamental para a utilização do CAPM, já que a existência de um mercado de capitais que compatibilize as preferências dos agentes de mercado com relação a taxas, prazos e montantes, conforme citado por Mello (1998), permite que todos os investidores possam emprestar ou aplicar recursos a esta taxa, de acordo com suas preferências pessoais pelo risco.

↳ **Premissa 4:** o mercado é perfeito, não há taxas e custos de transação e o total de ativos é fixo, totalmente negociável e divisível.

A existência de taxas e custos de transação que incidem sobre diferentes investidores faz com que cada um deles tenha a sua fronteira eficiente, contrariando a premissa do CAPM de existência de uma única carteira de mercado pela hipótese das expectativas homogêneas.

A completa liquidez, ou seja, a possibilidade de comprar ou vender qualquer montante de ações no mercado é outra premissa do modelo CAPM. Essa proposição

desconsidera as dificuldades e impossibilidades de que qualquer participação acionária seja negociada a qualquer momento.

O fato dessas premissas não corresponderem à realidade, acarreta a existência de múltiplas linhas de mercado de títulos e, conseqüentemente, múltiplas fronteiras eficientes de ativos com risco (Harrington, 1987).

Na hipótese de verificação de todas as premissas do CAPM, pode-se esperar que os investidores tenham suas carteiras compostas por dois ativos: um ativo sem e outro com risco. O último é representado pela carteira de mercado ou pelo consenso de todos os investidores sobre qual seria a combinação ótima de ativos com risco e sobre qual é a taxa livre de risco.

Então, a carteira dos investidores estará situada na reta definida pela equação:

$$R_p = w.E(R_f) + (1 - w).E(R_M)$$

(equação 15)

onde,

R_p : é o retorno da carteira do investidor;

w : é o percentual do montante total dos recursos aplicados no ativo livre de risco;

$E(R_f)$: é o retorno esperado do ativo livre de risco;

$E(R_M)$: é o retorno esperado da carteira de mercado.

O risco do investidor é definido por:

$$\sigma_p^2 = \omega^2 \sigma_{R_f}^2 + (1 - \omega)^2 \sigma_{R_M}^2 + 2\omega(1 - \omega)\text{cov}(R_f, R_M)$$

(equação 16)

Se a taxa é livre de risco ($\sigma_{Rf}=0$) e $cov(Rf, Rm) = 0$, não há correlação entre o retorno do mercado e o retorno do ativo livre de risco, têm-se que:

$$\sigma_p^2 = (1-w)^2 \cdot \sigma_{Rm}^2,$$

resultando em:

$$\sigma_p = (1-w) \cdot \sigma_{Rm}$$

Como o risco da carteira de mercado é o mesmo que o de uma carteira eficientemente diversificada, pode-se afirmar que:

σ_p = peso da carteira de mercado na carteira do investidor x risco sistemático

(equação 17)

A reta na qual todas as carteiras se situam é chamada linha de mercado de capitais:

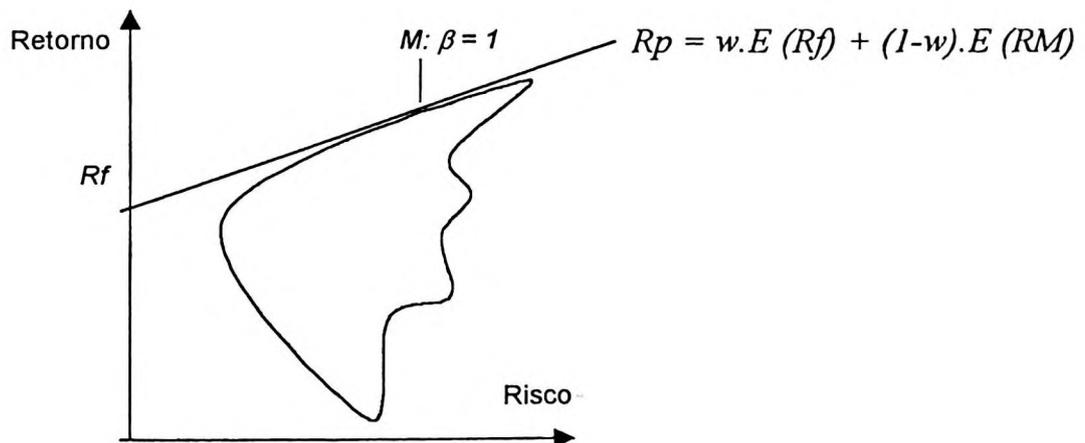


Figura 8. Linha de mercado de títulos
(com base em Brealey & Myers, 1996)

Os investidores escolhem suas carteiras variando o percentual w , conforme os seus níveis de aversão ao risco.

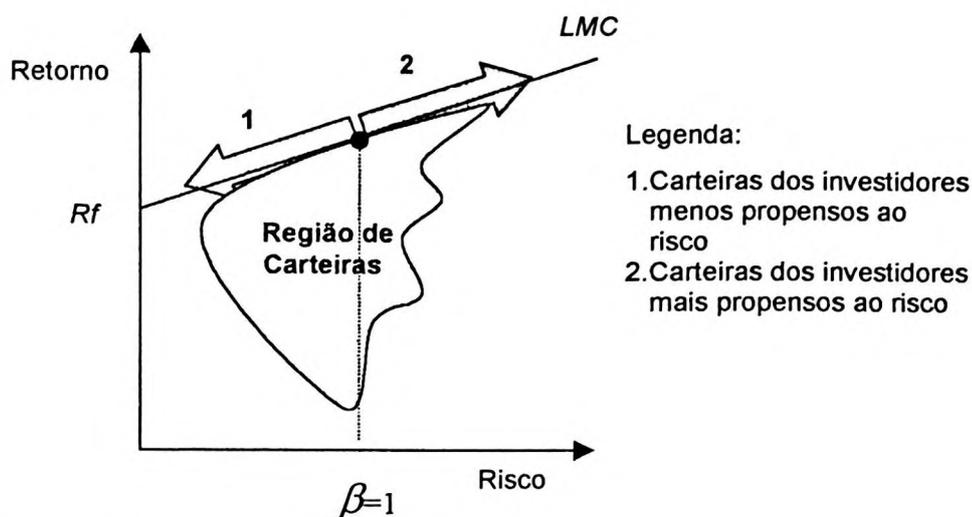


Figura 9. Posicionamento dos investidores na linha de mercado de capitais
(baseado em Reilly & Brown, 1997)

Num mercado perfeito, será razoável esperar que os investidores estejam com suas carteiras posicionadas ao longo da linha do mercado de títulos. A comprovação de tal expectativa é obtida pela dominância das carteiras situadas sobre a linha do mercado de capitais com relação àquelas situadas sobre a fronteira eficiente de ativos com risco. Dessa forma o mercado está em equilíbrio.

5.1.3. Direcionadores sistemáticos e próprios de valor das ações e a importância da análise fundamentalista para suas estimativas

O valor intrínseco de uma ação foi considerado, por Leite & Sanvicente (1995), um reflexo das informações relevantes acerca das variáveis relacionadas com o mercado consumidor de produtos e serviços da empresa.

Desta forma, a variação dos preços dos ativos seria causada por mudanças das expectativas dos agentes com relação à importância dos direcionadores de valor dos ativos ou ao comportamento futuro destes.

Os direcionadores de valor podem ser subdivididos nos que influenciam a todos os ativos da economia e naqueles que influenciam especificamente a um ativo, sendo, respectivamente, não controláveis e controláveis pela administração da empresa que emitiu tais ativos.

A administração dos eventos que influenciam os direcionadores de valor das empresas é o gerenciamento dos riscos de insucessos com relação ao desempenho esperado da empresa.

O risco total de um ativo é subdividido em uma parcela causada por eventos controláveis pela empresa e em outra por eventos não controláveis, denominados respectivamente riscos sistemáticos e riscos próprios, cujas definições são apresentadas a seguir.

- ↳ **sistemático**: “consiste no risco que os sistemas econômico, político e social, vistos de forma ampla, impõem ao ativo e naturalmente à sua taxa de retorno”;
- ↳ **não-sistemático**: “consiste no risco intrínseco ao ativo e é gerado por fatores que atingem diretamente o ativo em estudo e não atinge os demais ativos e seus subsistemas” (Securato, 1995: 43).

Estas definições, segundo o autor, são aplicáveis a subsistemas, possibilitando estabelecer seus riscos próprios enquanto integrantes de um sistema mais amplo. Assim, “a classificação do risco em próprio ou sistemático é dependente do ponto de vista do observador” (*Op. cit.*, 1995: 44).

Como a geração futura de lucros da empresa é determinante do retorno do ativo por ela emitido e está associada ao comportamento de suas receitas e de seus custos, as componentes de um mesmo setor terão maior probabilidade de estar sujeitas a risco sistemático equivalente.

Tais agrupamentos de empresas podem ser definidos da seguinte forma:

- ↳ (a) empresas que fornecem produtos ou serviços para satisfazer determinada necessidade ou desejo;
- ↳ (b) empresas que fornecem produtos semelhantes com relação à satisfação atendida e às características físicas;
- ↳ (c) empresas que fornecem produtos semelhantes em termos de satisfação atendida, características físicas, e possuem estrutura de capital e estrutura de custos fixos e operacionais semelhantes.

A importância da definição do critério de agrupamento resume-se na necessidade de estabelecer uma abordagem quantitativa para a estimativa do risco do setor, a qual é viabilizada pela regressão linear entre a variação da carteira de mercado e a variação do valor da empresa:

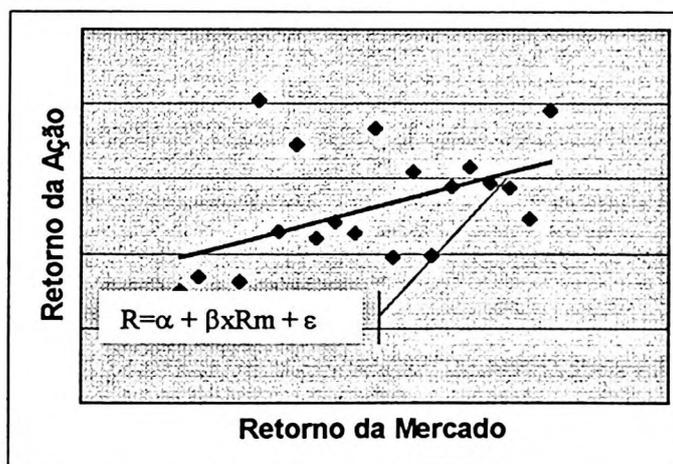


Figura 10. Sensibilidade do valor da empresa à variação da carteira de mercado

O coeficiente β , nesta situação, indica a sensibilidade do valor da empresa à variação na carteira de mercado (equação 11).

A carteira de mercado sendo totalmente diversificada e exposta somente ao risco sistemático, deve ser modelada de forma a tornar-se representativa do risco sistemático da economia de um país.

Leite & Sanvicente (1995: 83) definem a relação existente entre o índice de mercado – obtido pela carteira de mercado representada por ações negociadas na Bolsa de Valores – e o risco sistemático: “Se a bolsa é a antena da economia, o índice de mercado é a leitura dos importantes sinais por ela emitidos”.

Opiniões controversas sobre a utilização do índice de mercado foram colhidas pelos mesmos autores. Segundo Sigogne (p. 95), “o índice de mercado é uma indicação da saúde financeira das empresas. Mas é um índice suscetível de reviravoltas numerosas, e muitas vezes erráticas, o que dificulta a interpretação visando prever os momentos de virada de uma economia”.

De acordo com Brealey & Myers, “em outras palavras, o mercado de ações representa um consenso bem-informado das perspectivas econômicas nacionais” (p.95).

Assim, o índice de mercado deve ser um indicador antecipado, ou seja: “séries de tempo cujos movimentos estão correlacionados com as variações das séries de interesses, mas tendem a ocorrer antes das variações dessas últimas” (Leite & Sanvicente, 1995: 96). Ele assume o papel de padrão comparativo para o risco sistemático da economia, importante para indicar a expectativa ou o risco futuro esperado.

Em 1994 foram realizados testes para verificar a eficácia do Ibovespa como indicador adiantado da “produção” industrial no Brasil, cujos resultados confirmaram a sua antecipação – ao índice de produção industrial – em um e três meses (Leite & Sanvicente, 1995).

Tal constatação vai ao encontro do preconizado por Rappaport (1998) e Mello (1998) sobre a importância do mercado de capitais propiciar o fluxo livre e irrestrito de informações entre investidores as quais, quando associadas a um índice que

represente a composição dos setores da economia, faz com que as expectativas com relação a tal índice sejam de que ele possa indicar, antecipadamente, a evolução de uma carteira teórica de mercado.

Conforme citado anteriormente, existem três agrupamentos de empresas quanto à exposição ao risco sistemático, podendo-se estabelecer carteiras de mercado para cada um deles. Para explicar esses agrupamentos será utilizado o conceito de Produto Interno Bruto (PIB), definido como o total de pagamentos para a produção de residentes num determinado país.

Agrupamento (a)

O primeiro grupo, definido por Kotler & Armstrong (1993), é formado pelas empresas que fornecem produtos ou serviços para satisfazer determinada necessidade ou desejo.

Do ponto de vista conceitual, esse grupo parece ser o melhor definido, canalizando os efeitos específicos relativos a cada empresa para o coeficiente α da regressão linear.

A carteira de mercado representativa do dispêndio do consumidor para atender suas necessidades ou desejos pode ser representada por:

$$CM = \phi_1 S + \phi_2 S + \dots + \phi_n S$$

(equação 18)

na qual,

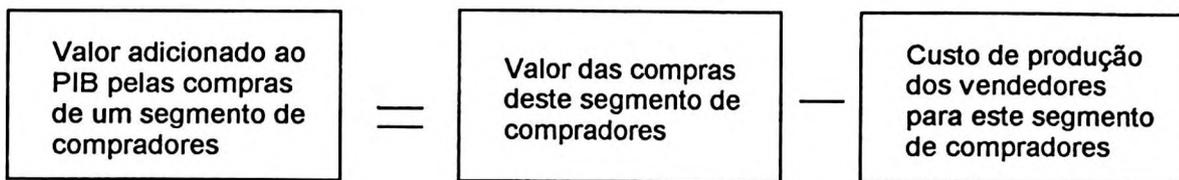
CM : é a carteira de mercado representativa do dispêndio do consumidor.

ϕ : é a participação do valor agregado pelas compras de um segmento comprador no PIB de um país.

S : é o PIB.

n : é o número de segmentos considerados relevantes para espelhar a geração de riqueza numa economia.

Para estimar a variável ϕ , é necessário definir o valor adicionado ao PIB pelas compras de um segmento S .



(equação 19)

Então, o coeficiente ϕ pode ser determinado pela equação:

$$\phi_i = \frac{\text{valor adicionado ao PIB pelas compras do segmento } S_i}{\text{PIB total}}$$

(equação 20)

na qual i assume valores de 1 até n – o número de segmentos considerados como relevantes para espelhar a geração de riqueza numa economia.

Dessa forma, a variação da carteira de mercado é obtida por:

$$\Delta CM = CM \text{ projetada} - CM \text{ atual}$$

(equação 21)

Para proceder-se a um agrupamento ideal de empresas submetidas ao mesmo risco sistemático, é necessário analisar os determinantes do macrodirecionador de valor crescimento das vendas ou, mais precisamente, as receitas, que são a composição de preço e quantidade vendida.

Segundo Porter (1986), três tipos de agentes compõem o setor de atuação desse agrupamento:

- ↳ empresas que atuam no setor;
- ↳ entrantes em potencial;
- ↳ companhias fabricantes de produtos substitutos.

Os direcionadores sistemáticos de valor influenciam a atratividade da indústria (Rappaport, 1998). Tal característica corresponde à sensibilidade ao consumo dos produtos que atendam a alguma necessidade relativas a fatores conjunturais, comuns a todos os consumidores de uma economia. Tal sensibilidade é refletida em preço e quantidade vendida, aceitos pelo mercado consumidor de produtos e serviços da empresa do setor.

Os direcionadores sistemáticos também atuam na determinação dos custos de produção e operação. É possível prever que a sensibilidade dos custos totais das empresas existentes e dos entrantes potenciais sejam semelhantes, diferentemente do caso das empresas fabricantes de produtos substitutos.

A influência dos direcionadores sistemáticos sobre os macrodirecionadores de valor definidos por Rappaport (1998) podem ser identificadas como:

Quadro 5. Fatores sistemáticos com influência sobre os macrodirecionadores de valor

Macrodirecionadores de valor	Influenciadores de empresas existentes e potenciais entrantes	Influenciadores de empresas fabricantes de substitutos)
Crescimento das vendas	Fatores sistemáticos que ocasionem variações no preço aceito pelos clientes ou na quantidade comprada por eles. Estes fatores afetam a propensão do cliente a consumir.	Tende a ser idêntico, já que é relacionado à propensão do cliente em satisfazer sua necessidade ou desejo.
Margem operacional	Fatores que ocasionem mudança dos custos de produção e despesas operacionais.	Pode ser diferente, já que os materiais utilizados na produção, o perfil da mão-de-obra, a forma de distribuição, a forma de administração das atividades de suporte e alavancagem operacional, entre outros, podem ser completamente diversos.
Taxa de impostos	Fatores que ocasionem mudanças na política tributária existente com relação a produtos, serviços e ao setor da empresa.	Pode ser diferente, já que no Brasil, geralmente, as políticas tributárias são definidas para grupos de empresas que fabricam um mesmo produto.
Investimento em capital de giro	Fatores que influenciam o poder de negociação de clientes e fornecedores.	Tende a ser idêntica para clientes e imprevisíveis para fornecedores (da mesma forma que a margem operacional).
Investimento em ativo fixo	Fatores que influenciam o custo de modernização, ampliação e implantação do parque produtivo.	Imprevisíveis, sendo dependentes da tecnologia utilizada pelas empresas.
Duração do crescimento de valor	Fatores que influenciam as cinco forças competitivas definidas por Porter (1986): <ul style="list-style-type: none"> ↳ ameaça de novos entrantes; ↳ ameaça de produtos ou serviços substitutos; ↳ poder de negociação dos compradores; ↳ poder de negociação dos fornecedores; ↳ rivalidade entre as empresas existentes. 	<ul style="list-style-type: none"> ↳ idêntico; ↳ em menor grau, já que a própria empresa é um substituto; ↳ idêntico; ↳ imprevisível (idem margem operacional); ↳ em menor grau, já que a empresa provavelmente estará diferenciada em relação às suas concorrentes.

Conclui-se então que a sensibilidade do valor das empresas que atuam num setor, no conceito amplo (satisfazendo a um determinado desejo ou necessidade), varia uniformemente com relação ao dispêndio relativo, destinado pelos consumidores para satisfazer a esse desejo ou necessidade, seja o dispêndio direcionado para empresas existentes, para potenciais entrantes ou para empresas que fabricam produtos substitutos.

Tal forma de operacionalização da carteira de mercado parece ser a mais eficiente. Entretanto, incorre em problemas de ordem prática quando da sua implementação, pelo fato de depender fortemente da precisão dos controles internos de custos dos agentes da economia.

Agrupamento (b)

O agrupamento de empresas que fornecem produtos semelhantes em termos de satisfação atendida e características físicas é o mais utilizado pelos agentes e tem o coeficiente ϕ operacionalizado da seguinte forma:

$$\phi_i = \frac{\text{valor agregado ao PIB pelo setor } S_i}{\text{PIB total}}$$

(equação 22)

A variação da carteira de mercado é o seu valor projetado, deduzido do valor atual. O agrupamento é satisfatório sob o ponto de vista das facilidades que oferece para a obtenção de dados.

Agrupamento (c)

O último agrupamento, constituído pelas empresas que fornecem produtos semelhantes em termos de satisfação atendida e características físicas, com estrutura de capital e estrutura de custos fixos e operacionais semelhantes.

Sua operacionalização é mais difícil por depender da apuração das alavancagens financeira e operacional e, assim, da comparabilidade dos custos das empresas, da necessidade de um sistema de custos preciso e do acesso às informações de todas as empresas.

A fonte de diferenciação entre empresas de determinado setor refere-se aos fatores de riscos próprios, os quais têm efeito sobre a posição competitiva da empresa (Rappaport, 1998) e alteram o equilíbrio no setor.

Um desequilíbrio na posição competitiva de empresas concorrentes num mesmo setor ocasiona variação no valor das empresas, possivelmente sem a criação de um valor para o setor como um todo, com exceção da situação em que o desequilíbrio tenha sido causado pela obtenção de vantagem competitiva em custos por um pioneiro no direcionador que originou tal vantagem.

Hamel & Prahalad (1995: 24) discorreram sobre a capacidade que as empresas têm de criar mercados e transformar setores, afirmando: "Nossa premissa é de que uma empresa só pode controlar seu próprio destino se compreender como controlar o destino de seu setor. A transformação organizacional é um desafio secundário. O desafio principal é ser autor da transformação do setor".

Assim, o crescimento de um setor também seria dependente da atuação da empresa, principalmente com relação a marketing e a pesquisa e desenvolvimento. Essa "arquitetura de setores" corresponde à atuação da empresa sobre os fatores sistemáticos, à transformação dos hábitos dos consumidores, entre outros.

Os fatores sistemáticos, portanto, têm uma parcela de sua variação controlável pelas empresas, assemelhando-se a um fator de risco próprio. Os transformadores do setor podem obter retornos superiores aos dos concorrentes pela diferenciação que a

empresa inovadora obterá nos produtos ou nos custos mais baixos do que os da concorrência.

O retorno de investimentos do acionista, portanto, é dependente do risco sistemático (comum a todas as empresas) e do risco próprio (específico ao capital investido).

O modelo de mensuração de ambos os tipos de riscos foi apresentado por Sharpe e outros (1993):

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_I^2 + \sigma_{\epsilon i}^2$$

(equação 23)

onde,

σ_i^2 : é o risco total da empresa, medido pela variação dos retornos;

$\beta_i^2 \sigma_I^2$: é o risco sistemático da empresa;

$\sigma_{\epsilon i}^2$: é o risco próprio ou não sistemático da empresa, medido pela variância dos termos de erro da regressão linear apresentada na figura 10;

σ_I^2 : é a variância dos retornos da carteira de mercado;

β_i : é o coeficiente angular da regressão entre o retorno dos ativos e o retorno da carteira de mercado.

Brealey & Myers (1996) afirmam que, nas projeções dos avaliadores, o risco próprio é desprezado para o estabelecimento da rentabilidade futura de um investimento. Uma regressão linear típica sobre os retornos passados de um ativo com relação à carteira de mercado, porém, certamente tem o potencial de indicar a existência de retornos não explicados pela variação do mercado.

Embora tal constatação seja coerente para um ativo isolado, o fato de o investidor deter carteiras diversificadas faz com que o risco próprio seja anulado pelo trabalho com vários ativos, evidenciando que o risco sistemático é o único a ser relevante para o acionista. Essa constatação levou ao questionamento da necessidade da análise fundamentalista para a seleção de carteiras.

Dentre as hipóteses do CAPM, duas podem explicar a existência de títulos fora da linha de mercado de títulos:

- ↳ a diversificação ineficiente dos investidores – existirão ativos fora da linha de mercado de títulos – se não forem eficientes em atingir o máximo retorno, com o mínimo risco possível;
- ↳ a heterogeneidade das expectativas – os investidores e agentes podem ter, e invariavelmente têm, diferentes perspectivas sobre a rentabilidade futura dos títulos – fazendo com que existam ativos situados fora da linha de mercado de títulos sob o ponto de vista de um investidor.

Tais títulos podem ser representados acima ou abaixo da linha de mercado de títulos, conforme representação na figura 11.

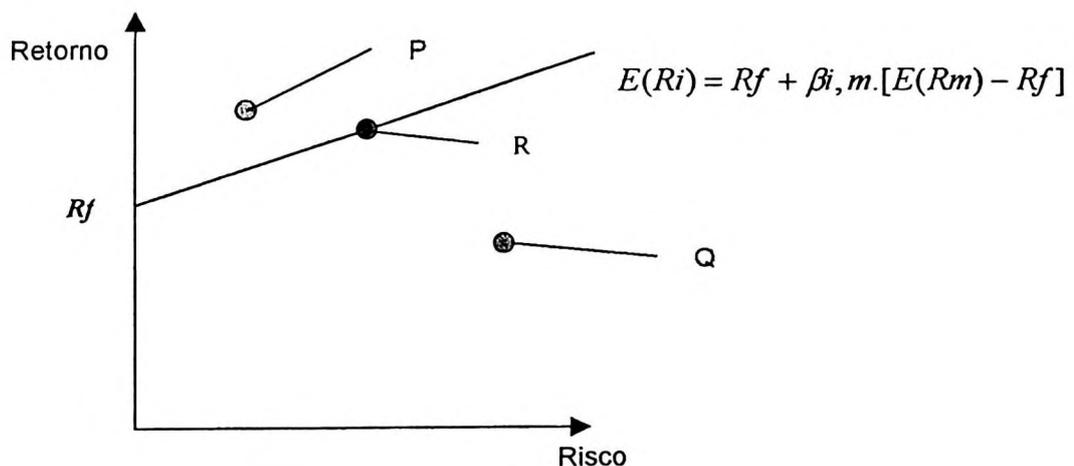


Figura 11. Posição dos ativos com relação a linha de mercado de títulos

Quanto à posição dos ativos com relação a linha de mercado de títulos, podem ocorrer três situações:

- ↳ estar situado sobre a linha (ativo R); o ativo está avaliado pelo preço-justo e a rentabilidade esperada é igual à remuneração requerida pelo investidor por estar exposto ao risco sistemático do ativo;

- ↳ situar-se na região acima da linha (ativo P): o ativo está subavaliado e é esperado um retorno maior do que a remuneração por sua exposição ao risco sistemático;
- ↳ estar situado na região abaixo da linha (ativo Q): o ativo está superavaliado, espera-se um retorno menor do que a remuneração por sua exposição ao risco sistemático.

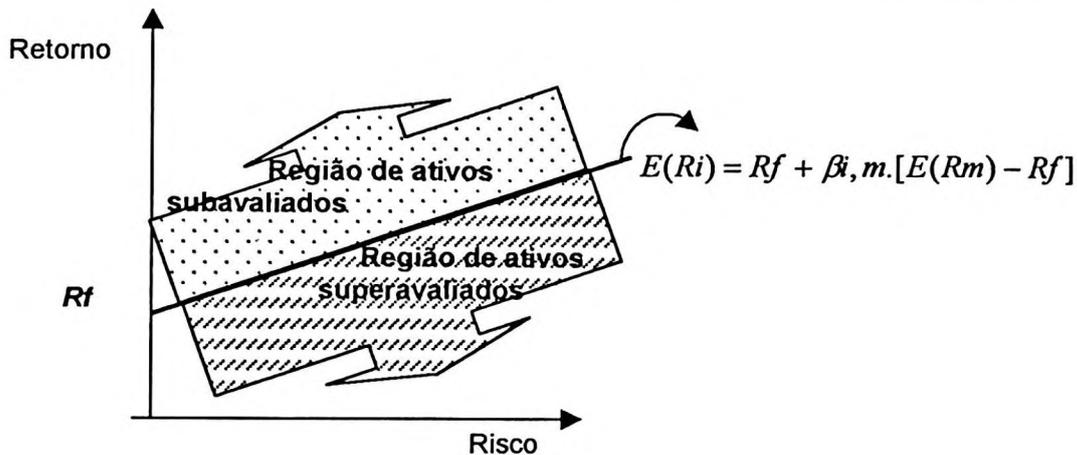


Figura 12. Regiões indicadoras de superavaliação ou subavaliação dos ativos

Nesse modelo, um ativo é caracterizado como subavaliado ou superavaliado com relação à expectativa dos agentes econômicos – interpretadas pelo avaliador – representada pelos preços praticados em seus negócios no mercado.

As causas desses desequilíbrios de mercado – resultantes da diversificação ineficiente dos agentes – podem ser corrigidas por uma realocação das posições da carteira de investimentos, atingindo a linha de mercado de títulos.

As expectativas heterogêneas são propiciadas pelas estimativas dos agentes de mercado sobre o valor intrínseco e o risco do ativo, as quais são feitas pelo estudo das possibilidades das variáveis que causam este valor. Tal estimativa é feita mediante análise fundamentalista, na qual: “o valor real de uma empresa pode ser relacionado às suas características financeiras – perspectivas de crescimento, perfil de risco e fluxos de caixa” (Damodaran, 1997: 5).

Para tal abordagem são utilizados, entre outros métodos, modelo de fluxo de caixa descontado; múltiplos indicadores e teoria de opções. Nela subentendem-se as pressuposições:

- ↳ relacionamento entre o valor e os fatores financeiros subjacentes pode ser medido;
- ↳ o relacionamento se mantém estável ao longo do tempo;
- ↳ desvios de relacionamento são corrigidos dentro de um período de tempo razoável (Damodaran, 1997)

Ao determinar o valor intrínseco do ativo os investidores podem compará-lo ao praticado pelo mercado, subsidiando o processo de tomada de decisão de compra ou venda.

Os investidores que utilizam a moderna teoria dos *portfolios* podem estabelecer o risco ao qual desejam estar expostos e, posteriormente, optar ou não pela otimização do retorno de sua carteira – compra de ações subavaliadas e venda de superavaliadas.

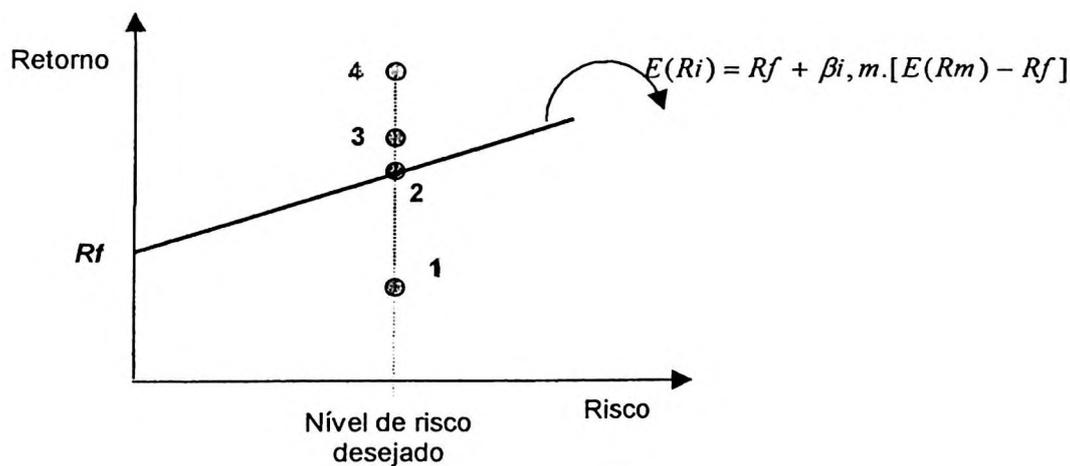


Figura 13. Processo de tomada de decisão a partir do estabelecimento do nível de risco sistemático desejado

O processo de tomada de decisão de investimentos pode ocorrer dessa forma pelo fato de o investidor ter a possibilidade de reduzir seu risco total ao risco sistemático – o grau de exposição a este risco é por ele escolhido e representado pelo β da carteira.

Assim, escolhem-se ações que ajustem o risco da carteira aos fatores sistemáticos; a otimização do retorno é feita por escolha do posicionamento em ativos subavaliados, o que gera a oportunidade de “bater o mercado”.

Essas estratégias de investimento, implementadas em sua primeira ou segunda forma (definir a exposição ao risco sistemático desejada ou buscar ativos subavaliados em um universo com igual exposição ao risco, respectivamente), são as possíveis.

Em resumo, se o investidor tiver acesso a análises fundamentalistas, poderá adotar o seguinte processo de decisão:

- ↳ determinar e quantificar as preferências pelo risco;
- ↳ construir uma carteira apropriada dividindo-a entre ativos livres de risco e ativos com riscos;
- ↳ diversificar, completamente e eficientemente – eliminando o risco não sistemático;
- ↳ manter um nível de risco desejado, fazendo ajustes quando necessário.

Se a estratégia for elaborada para serem obtidos retornos acima do risco sistemático, deverá estar apoiada em análises mais elaboradas, que subsidiem a troca de posições para manter uma carteira composta por ativos subavaliados, implicando a necessidade de monitoramento e, também, de assumir riscos próprios.

Na situação apresentada na figura 13, por exemplo, o administrador, que optasse entre ativos expostos ao mesmo risco sistemático ($\sigma_1 = \sigma_2 = \sigma_3 = \sigma_4$), compraria os ativos 3 e 4 e venderia o 1.

Assim, a análise fundamentalista tem a função de subsidiar o processo de decisão de investimentos pela estimativa dos riscos e pelo posicionamento quanto à avaliação – super ou subavaliação: “tal análise é dependente das habilidades do analista em prever o futuro” (Harrington, 1987: 93).

5.1.4. Concorrência das empresas para ocupar espaço na carteira dos investidores

Os direcionadores do *beta* (β) de uma empresa, ou seja, da sensibilidade do retorno de um ativo a fatores sistemáticos, podem ser definidos conforme a escolha do agrupamento de empresas submetidas ao mesmo risco sistemático.

Gitman (1997) mencionou que o *beta* de uma empresa é mutável ao longo do tempo e relacionou essa variabilidade com mudanças no *mix* de ativos da empresa, com mudanças no *mix* financeiro e com fatores externos que fogem ao controle da administração. O autor também citou que algumas variáveis são controladas pela administração, fazendo com que a empresa possa gerenciar o β de suas ações.

Os movimentos dos ativos ao longo da linha de mercado de títulos também foram abordados por Reilly & Brown (1997: 25), na citação: “Obviamente, se o risco de um investimento muda durante uma alteração de seu risco sistemático, o ativo irá se mover ao longo da linha de mercado de títulos. Qualquer mudança em um ativo que afete seu risco sistemático (isto é, o *beta*) irá causar um movimento do ativo ao longo da linha de mercado de títulos”.

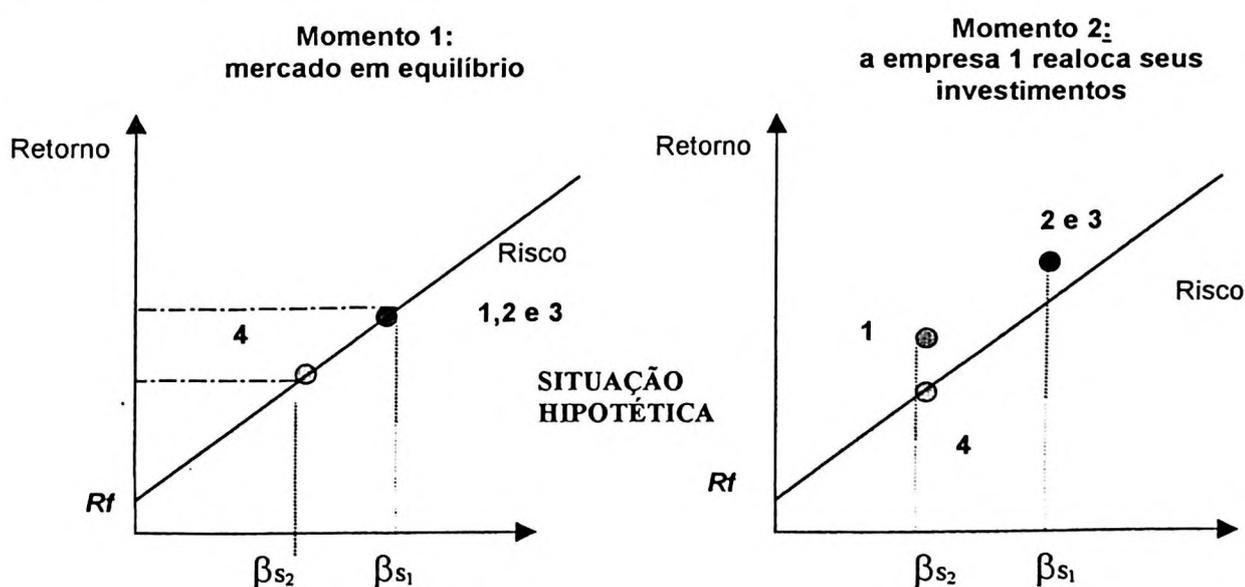


Figura 14. Efeito de mudanças nas empresas sobre o equilíbrio de mercado

Ao se buscar atingir o máximo retorno para um mesmo nível de risco nas carteiras dos investidores, as empresas com a mesma exposição ao risco sistemático disputam espaço nessas carteiras para produzirem o mesmo efeito diversificação – proporcionar a exposição desejada ao risco sistemático.

Assim, a administração da empresa pode maximizar o valor monitorando a sua exposição aos direcionadores sistemáticos – que impactam a atratividade da indústria – a fim de produzir efeitos sobre a diversificação das carteiras dos investidores que estejam inexploradas. Tal redirecionamento não seria indicado no caso de a companhia ser dotada de posição competitiva atraente dentro do setor, pelo fato de dispor de direcionadores próprios de valor melhores do que os de suas concorrentes – estas sim, poderiam se redirecionar a indústrias com poucas empresas.

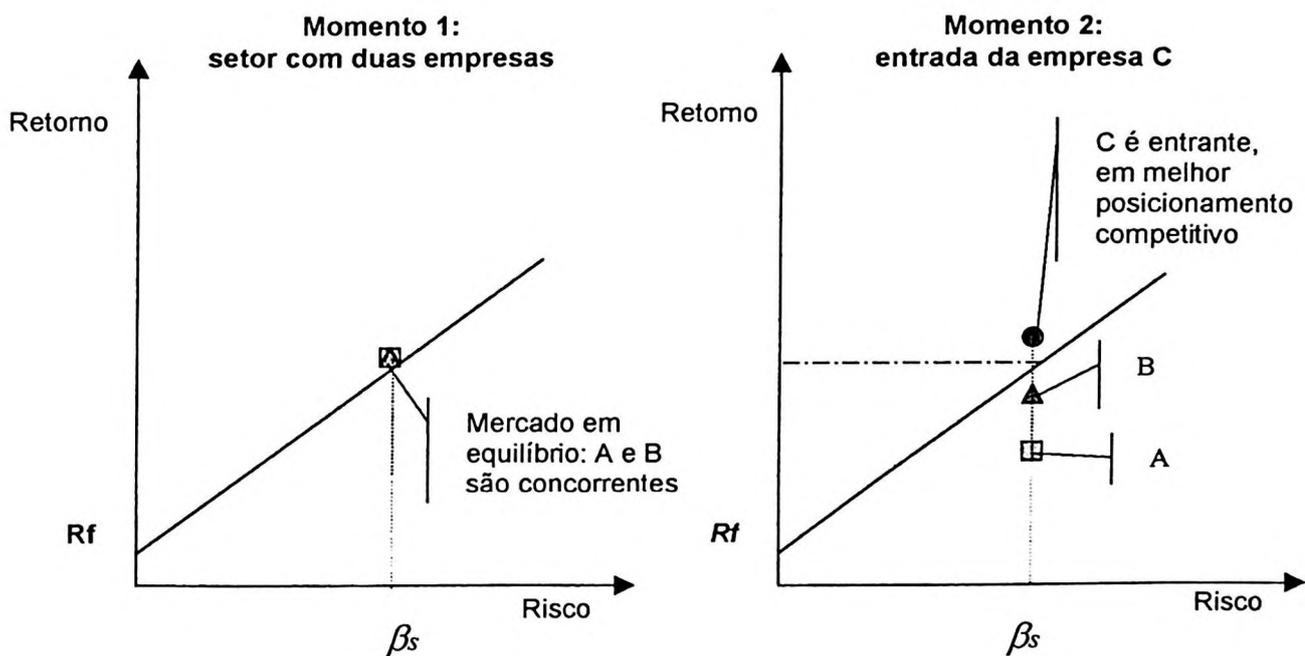


Figura 15. Efeito da entrada de uma empresa sobre o equilíbrio de mercado

Com a entrada de uma nova empresa exposta ao risco sistemático do setor, conforme representado na figura 15, há um redirecionamento das carteiras dos investidores, ocasionando mudança no valor das empresas já existentes (A e B). Ao

comprarem C e venderem A e B, os investidores estarão reconhecendo a criação de valor de C e a conseqüente destruição de valor de A e B.

Do mesmo modo, mudança em indicadores que retratam direcionadores de valor de empresas implica alterações no valor das concorrentes. O número de empresas existente para diversificação é fator determinante do valor das empresas.

A atratividade da indústria sendo um fator relacionado com o mercado, cujos direcionadores são passíveis de menor grau de controle pela empresa, fazem com que os fatores ligados à posição competitiva da companhia sejam os de maior relevância para a criação de valor, sendo estes, com certeza, influenciados pela administração. Tais fatores impactam a rentabilidade das empresas do setor, pelo mesmo fenômeno apresentado na figura 15.

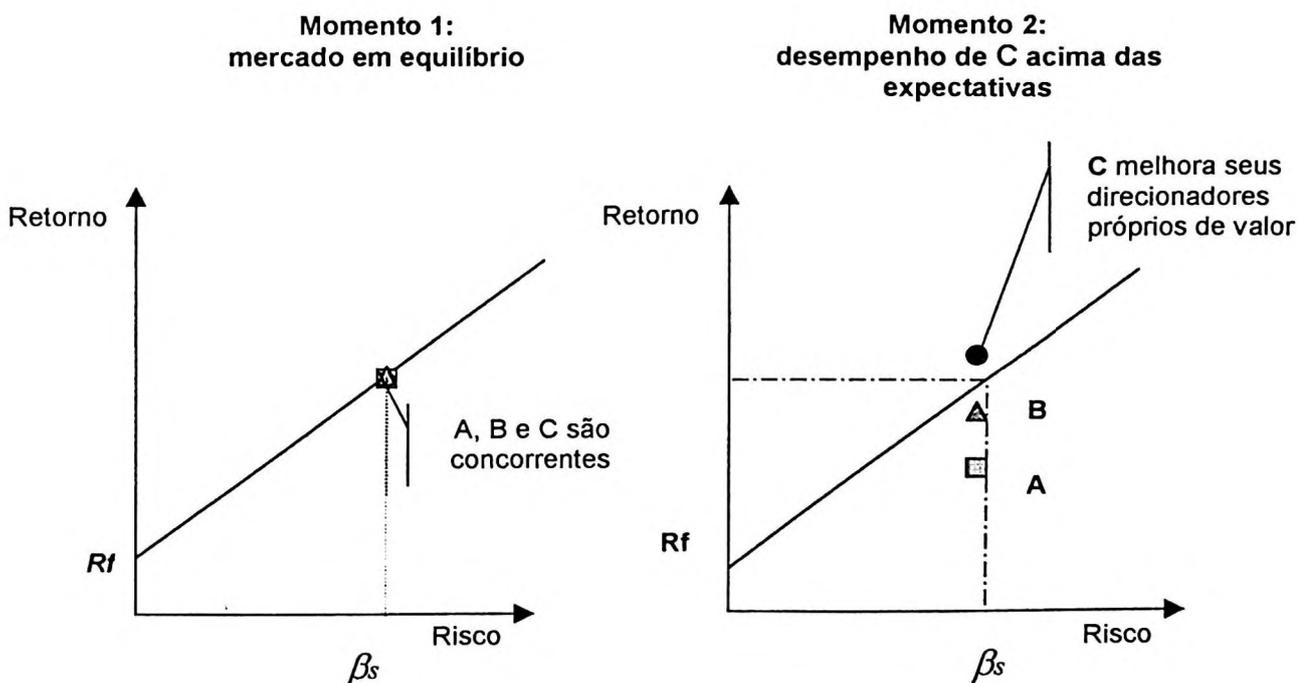


Figura 16. Efeito do desempenho de uma empresa do setor, acima das expectativas.

A empresa **C** tem um acréscimo de valor em razão da melhoria dos seus direcionadores próprios de valor, e, por consequência de sua posição competitiva. As concorrentes **A** e **B** passam por destruição de valor – pela melhoria da sua concorrente. Ao venderem **A** e **B** e comprarem **C**, os investidores estarão reconhecendo a criação de valor de **C** e a consequente destruição de valor de **A** e **B**.

6. Direcionadores de valor da empresa na perspectiva do fluxo de caixa

A ótica microeconômica pode ser aplicada ao monitoramento da geração de valor das atividades da empresa por meio da utilização do conceito de valor do dinheiro do tempo na contabilidade gerencial.

6.1 Rentabilidade da empresa

As atividades da empresa geram receitas e custos, podendo estabelecer:

$$\text{Lucro} = \text{Receitas} - \text{Custos e Despesas}$$

(equação 24)

Definindo-se receitas e custos com relação à quantidade produzida q tem-se:

$$L(q) = R(q) - C(q)$$

(equação 25)

O nível de produção que viabilizará a maximização do lucro pode ser determinado como sendo o valor que maximize $L(q)$, ou seja,

$$\frac{\partial L(q)}{\partial q} = 0$$

(equação 26)

O que implica, considerando as equações 25 e 26 em:

$$\frac{\partial R(q)}{\partial q} - \frac{\partial C(q)}{\partial q} = 0$$

(equação 27)

ou,

$$\frac{\partial R(q)}{\partial q} = \frac{\partial C(q)}{\partial q}$$

(equação 28)

Fundamentada no já exposto, a condição de maximização do lucro, a curto prazo, é representada na figura 17.

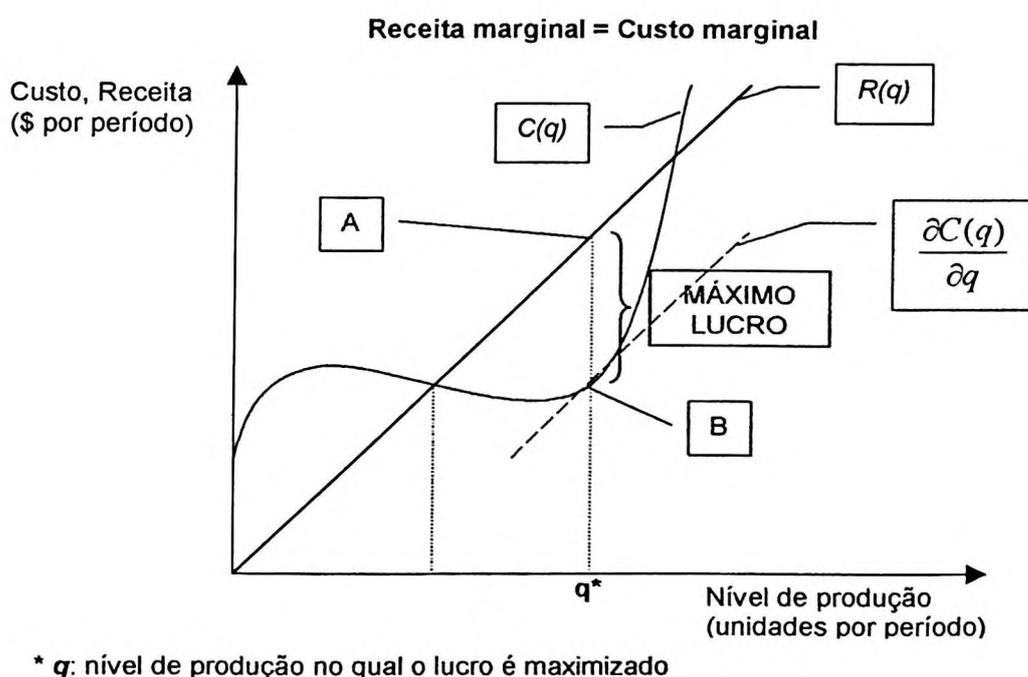


Figura 17. Maximização de lucros
(Pyndick & Rubinfeld, 1994: 321)

“Longo prazo” é definido como o período de tempo em que as empresas têm a possibilidade de alterar seus parâmetros relacionados com atividades, a exemplo de: o tamanho da fábrica, os insumos, entre outros. Dessa forma, neste prazo, todas as

organizações estarão buscando alterar seus parâmetros a fim de atingir a maximização dos lucros, o que, em tal perspectiva, significa elevar ao máximo o valor da empresa (expectativas de receitas menos expectativas de custos, levando-se em consideração os custos de oportunidade).

As companhias, com base em expectativas de longo prazo, buscam atingir níveis de produção que maximize seu valor:

$$\boxed{\text{Valor da empresa}} = \boxed{\text{Expectativa de receitas totais para longo prazo}} - \boxed{\text{Expectativa de custos totais para o longo prazo}}$$

(equação 29)

(síntese baseada em Pyndick e Rubinfeld, 1994)

A partir das expectativas de longo prazo, as empresas estabelecem um nível de produção q_2 , que maximize o valor da empresa, que por dedução análoga à da equação 28, é o ponto no qual a receita marginal esperada se torna igual ao custo marginal esperado.

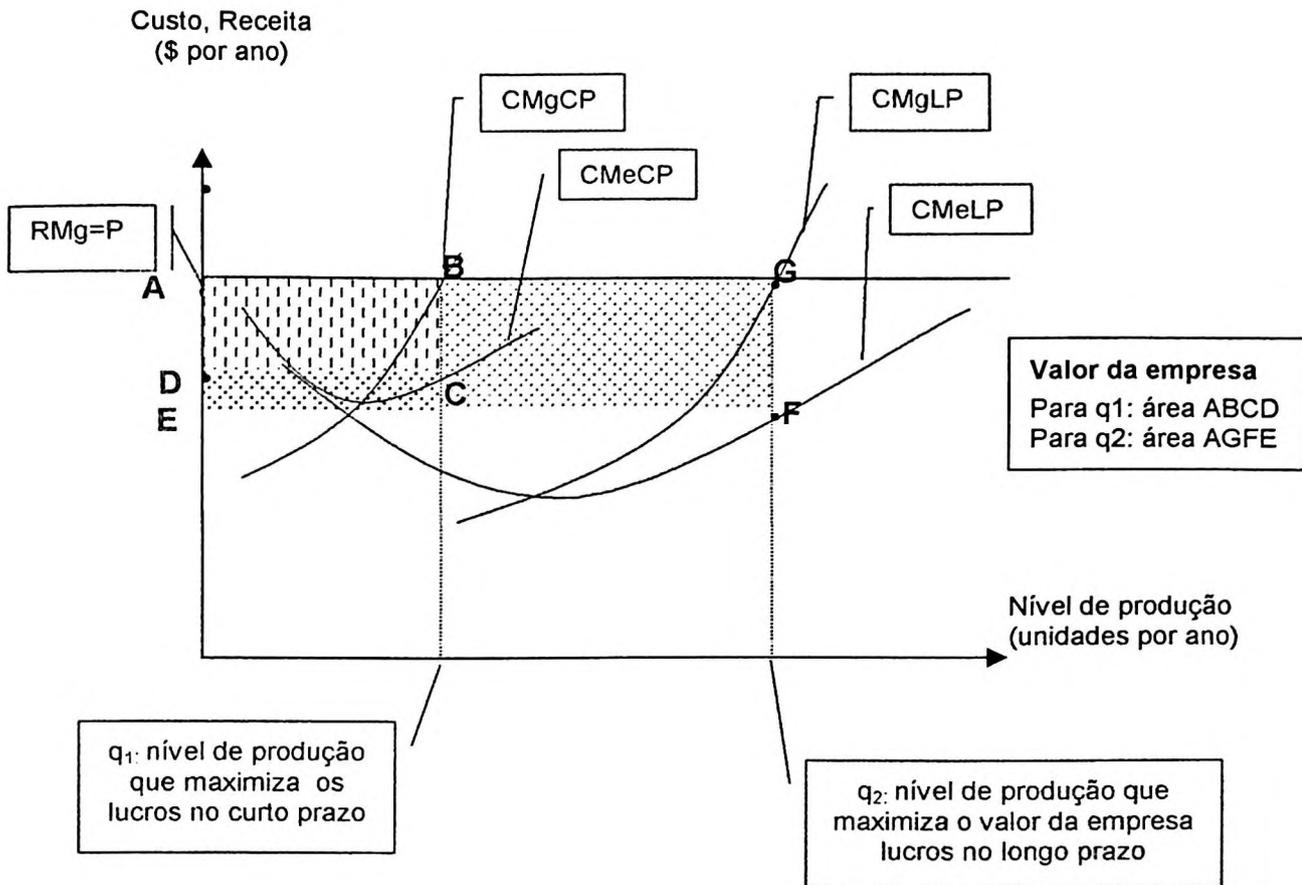


Figura 18. Escolha de nível de produção a longo prazo, supondo empresas em mercados perfeitamente competitivos (Pyndick & Rubinfeld, 1994: 341)

Com a existência de possibilidades de retorno acima do custo de oportunidade do capital investido, novos recursos podem ser transferidos pela realocação de capital aplicado em outros setores da economia que careçam de rentabilidade aceitável. Tal fato acarreta o constante deslocamento da curva de oferta e demanda culminando com o alcance de rentabilidades nulas.

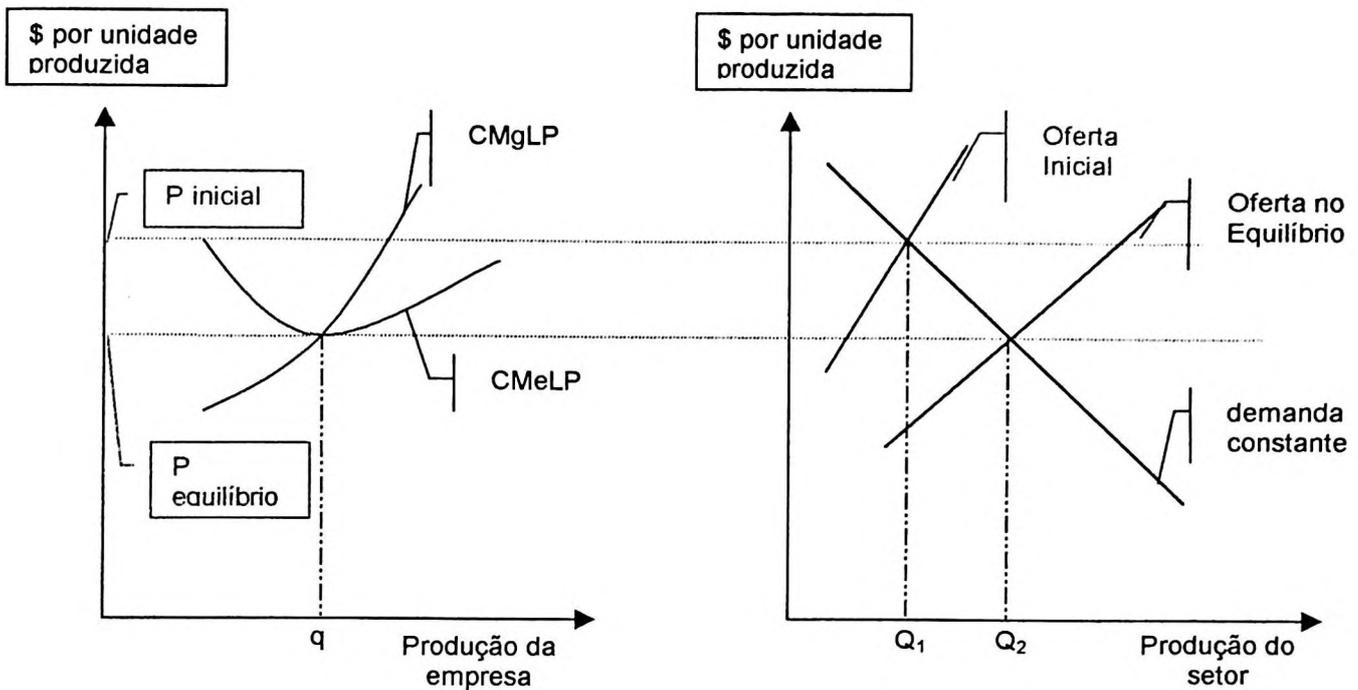


Figura 19. Equilíbrio de mercado a longo prazo
(Pyndick & Rubinfeld, 1994: 341)

A possibilidade de transferência de recursos entre os setores, acarreta o equilíbrio competitivo no longo prazo, que ocorre em três condições:

- ↳ há maximização de lucros por todas as empresas do setor (num acordo entre os concorrentes ou numa situação de monopólio);
- ↳ há inexistência de estímulo por parte das empresas em entrar ou sair do mercado, por estarem auferindo rentabilidade igual a zero;
- ↳ o preço do produto é tal que a quantidade ofertada pelas empresas do setor iguale-se ao volume demandado pelos consumidores (Pindyck & Rubinfeld, 1994).

Como o setor, invariavelmente, atingirá o equilíbrio no longo prazo fazendo com que os participantes apurem rentabilidade nula, as possibilidades de obter rentabilidades positivas restringem-se a um período de tempo limitado, no qual há parâmetros diferentes entre as empresas que são os responsáveis pela criação de valor – nada mais do que os direcionadores de valor.

Pode-se afirmar que nestes períodos, nos quais algumas empresas obtêm rentabilidades acima do custo de capital, está ocorrendo um desequilíbrio no mercado, ou seja, no intervalo de tempo em que pelo menos um dos parâmetros seja invariável (curto prazo), direcionando a criação de valor. Os desequilíbrios de mercado ocorrem de três formas as quais, combinadas entre si, impactam na margem operacional da empresa.

Ocorrência de um mercado monopolisticamente competitivo

Pyndick & Rubinfeld (1994: 551) definem tal situação como “mercado no qual existem muitas empresas e a entrada de novas companhias não é limitada, diferenciando-se da competição perfeita pelo fato de os produtos serem diferenciados, altamente substituíveis uns pelos outros, não sendo, entretanto, substitutos perfeitos”.

A diferenciação dos produtos da empresa com relação aos da concorrência propiciam o pagamento de um preço-prêmio pelo produto diferenciado. Tal processo, portanto, busca formas de singularidade relativas aos concorrentes quanto aos atributos que os consumidores valorizam, sejam eles qualidade – função direta da capacidade tecnológica que a empresa tem em propiciar produtos com tal característica –, aparência ou reputação.

A existência de fatores que diferenciam o produto de uma organização (Q) com relação aos produtos dos concorrentes, reflete-se em diferentes elasticidades-preço da demanda entre a empresa que tem um produto diferenciado e as concorrentes no mesmo setor.

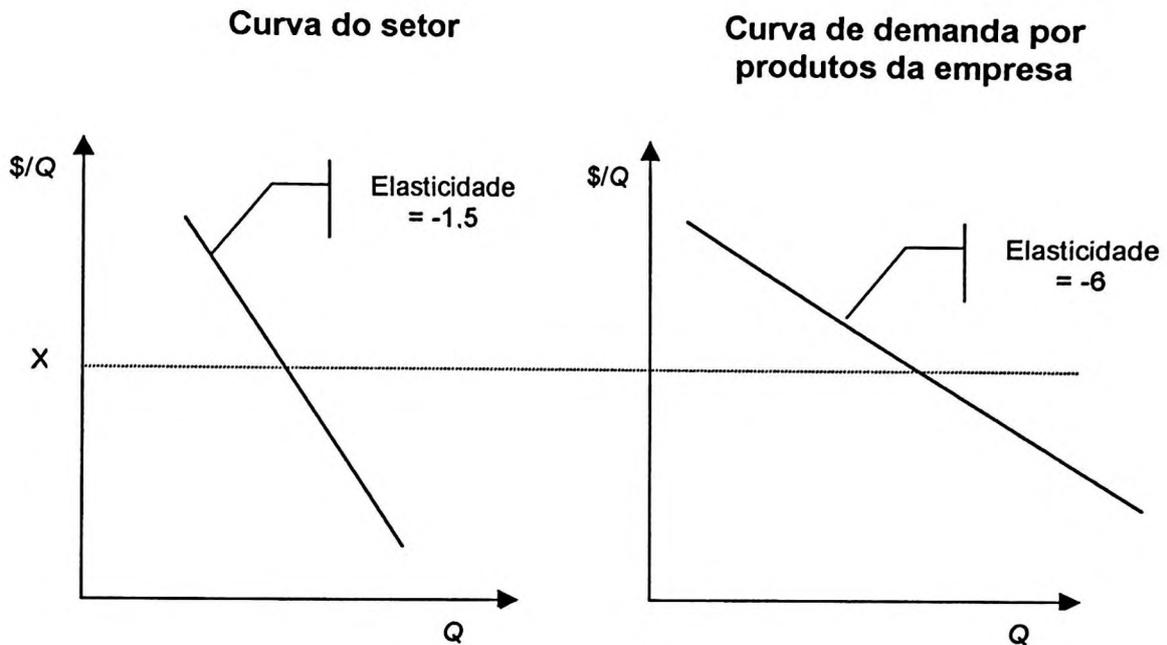


Figura 20. Elasticidade-preço de empresa diferenciada num setor (Pyndick & Rubinfeld, 1994: 139)

Estrutura e condições de mercado favoráveis a acordos entre os concorrentes e outros agentes (oligopólio ou cartel)

Nas estruturas de mercado em que poucas empresas concorrem entre si, ou nas quais a entrada de novas companhias é obstruída por imposições legais ou sociais, a rentabilidade dos participantes do setor pode ser superior à taxa mínima de atratividade, dependendo da forma como as empresas concorrentes interagem entre si.

Essa interação é o modo pelo qual as organizações componentes do setor decidem seus níveis de produção, seus preços e ponderam sobre as prováveis reações das concorrentes. Resumindo, as companhias que fazem parte de setores oligopolizados ou cartelizados procuram maximizar seus lucros em conjunto, parecendo operar como se fizessem parte de uma organização de grandes proporções.

**Custos de operação mais baixos que os da concorrência
(vantagem competitiva em custos)**

Esta fonte de desequilíbrio de mercado pode ser originada pela tecnologia utilizada, pela escala de produção adotada e pelo custo dos fatores de produção.

A quantidade produzida por uma empresa (Q) é uma combinação dos fatores de produção utilizados, os quais podem ser divididos em dois grandes grupos, substituíveis entre si, trabalho (L) e capital (K).

$$Q = f(K, L)$$

Esta é a função de produção que retrata o nível de produção alcançado pela junção de insumos em proporções variadas e, ainda, identifica quais as combinações de capital e trabalho propiciadas pelo mesmo nível de produção.

Define-se isoquanta, como uma curva que representa todas as possíveis combinações de insumos resultantes no mesmo nível de produção.

Dessa forma, se a empresa tem um mapa de isoquantas, a curva em que ela opera é determinada pela tecnologia à qual ela tem acesso, desprezadas eventuais ociosidades na linha de produção.

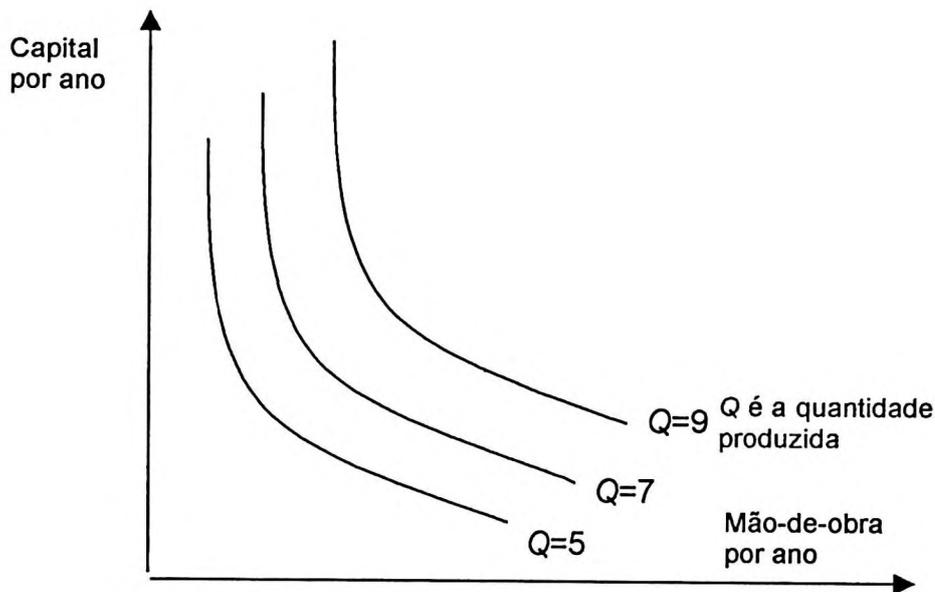


Figura 21. Produção com dois insumos (fatores de produção) variáveis
(Pyndick & Rubinfeld, 1994: 234)

A função produção reflete o “estado de conhecimento” em que a empresa está, relativo aos métodos utilizados para transformar insumos em produtos. A tecnologia, assim, impacta diretamente a taxa marginal de substituição técnica para o capital, ou seja, a quantidade pela qual se pode reduzir o insumo capital quando se utiliza uma unidade extra de insumo mão-de-obra.

Como os insumos capital e mão-de-obra exercem forte efeito direto sobre o custo de produção, este pode ser minimizado pela combinação adequada entre os dois fatores.

$$C = f(K, L) \Leftrightarrow C = wL + rK$$

(equação 30)

A empresa, visando a maximização dos lucros, situar-se-á no ponto da isoquanta em que a combinação entre capital e trabalho gere o mínimo custo de produção. Este ponto é determinado pela intersecção da isoquanta com a linha de isocusto (linha que

inclui todas as possíveis combinações de mão-de-obra e capital que possam ser adquiridas a um determinado custo total).

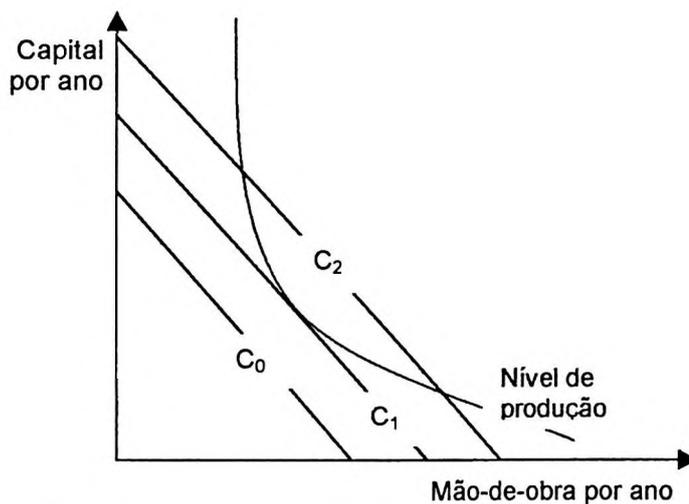


Figura 22. Atingindo um determinado nível de produção com um custo mínimo
(Pyndick & Rubinfeld, 1994: 272)

O ponto-chave para a análise da lucratividade no longo prazo está no estudo da escala de operação, o qual é realizado pela medição dos acréscimos de produção associados aos aumentos de cada um dos insumos utilizados. Dessa forma, a quantidade de produção apresenta rendimentos crescentes ou decrescentes de escala, que se refletem, respectivamente, em custos marginais decrescentes ou crescentes.

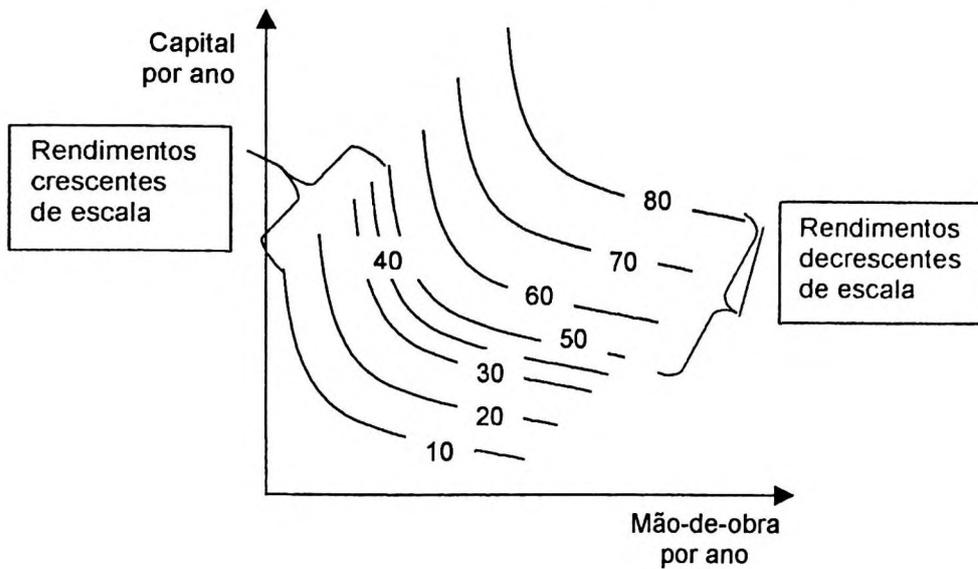


Figura 23. Rendimentos de escala (Pyndick & Rubinfeld, 1994: 244)

O fator tecnologia modifica o nível ótimo de produção e a estrutura de custos fixos e variáveis da empresa, afetando assim o custo unitário dos produtos. Tais modificações implicam desequilíbrio do mercado e conseqüente aquisição de vantagens competitivas em custo com relação aos concorrentes de um mesmo setor.

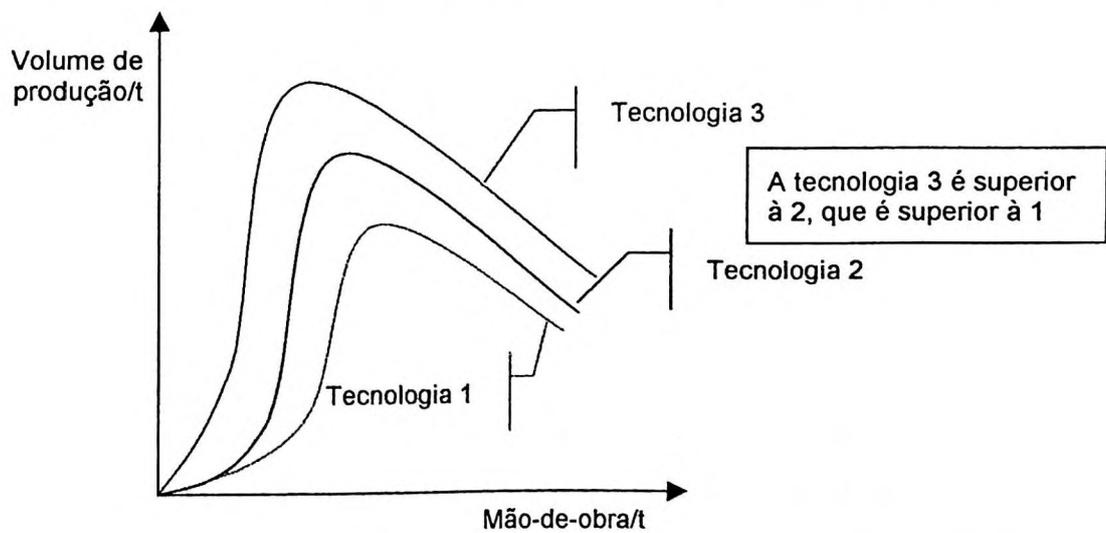


Figura 24. O efeito da inovação tecnológica (Pyndick & Rubinfeld, 1994: 227)

Concluindo, o curto prazo sendo um período de tempo no qual é difícil minimizar o custo de produção – já que é um período no qual pelo menos um dos fatores é constante –, a curva de custos no longo prazo corresponde ao envolvente das várias curvas de curto prazo formadas pela estratégia de produção e de tecnologia da empresa ao longo de sua existência.

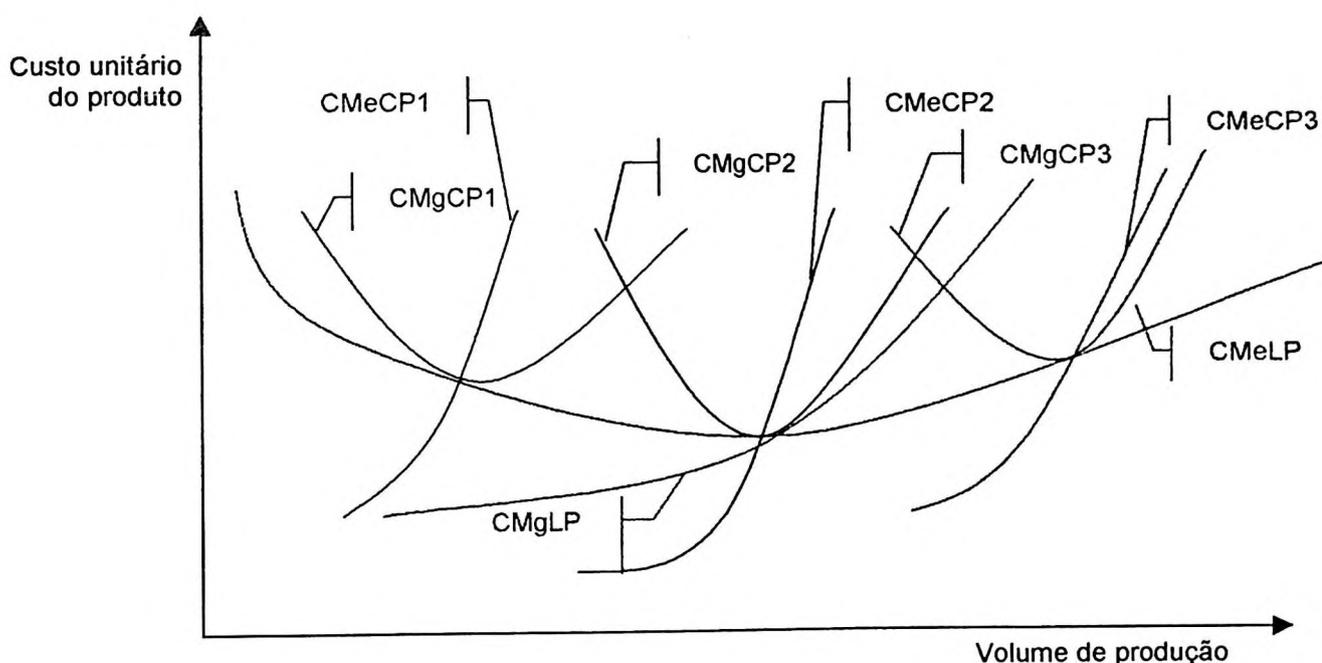


Figura 25. Custos a longo prazo com rendimentos crescentes e decrescentes de escala (Pyndick & Rubinfeld, 1994: 284)

6.2 Externalidades

Os efeitos das decisões das organizações referentes a ações que causem custos a outras empresas ou a grupos sociais específicos impactam o valor da companhia responsável por essas decisões. Tais efeitos, que nem sempre se refletem imediatamente no mercado, são denominados de externalidades.

“As externalidades podem surgir entre produtores, entre consumidores, ou entre consumidores e produtores. Existem externalidades negativas – isto é, quando a ação de uma das partes impõe custos sobre a outra – e externalidades positivas – isto é, quando a ação de uma das partes beneficia a outra” (Pyndick & Rubinfeld, 1994: 844).

O efeito de decisões que afetam o custo dos agentes situados no ambiente externo à empresa podem ser demonstrados como segue.

↳ **externalidades negativas:** causadas pela adoção de medidas que imponham custos adicionais aos agentes externos à empresa – aos seus consumidores de produtos e serviços. Dada uma curva de demanda característica de um setor consumidor, se esse mercado tiver restrições de renda, a imposição de custos adicionais acarreta a diminuição da propensão desses agentes em consumir os produtos e serviços de tal empresa, o que se reflete em menores preços e/ou quantidades vendidas.

↳ **externalidades positivas:** ocorrem quando a empresa, em sua tomada de decisão, oferece benefícios marginais adicionais aos agentes externos, acarretando a propensão de que eles consumam os seus produtos, visando a aumentar suas riquezas.

Analisando-se o efeito das externalidades sobre a riqueza dos agentes, representada pelo valor da empresa, pode-se concluir que a eficiência do mercado só poderá ser obtida por um processo de negociação ou pelo ajuste a ser procedido por um mercado livre, desconsiderando-se os efeitos legais relativos ao direito de propriedade e às intervenções governamentais.

Considerando uma empresa e um agente externo, pode-se exemplificar as atitudes esperadas perante um conflito que envolva externalidades pelo evento **X**, que beneficia o agente externo, aumentando a sua riqueza (adaptado de Pyndick & Rubinfeld, 1994: 863).

Como exemplo, o evento **X** pode ser definido pelas seguintes decisões, mutuamente exclusivas:

- ↳ a empresa toma a decisão **M**, que incorre em custo de \$ 200 e aumento de riqueza para o agente externo de \$ 400.
- ↳ o agente externo toma a decisão **N**, que acarreta um aumento de riqueza de \$ 100.

Sendo a riqueza dos agentes antes de qualquer tomada de decisão:

Valor da empresa:	\$ 500
Riqueza do agente externo:	\$ 100
Riqueza Total:	\$ 600

Caso o agente externo tomasse a decisão **N**, as riquezas passariam a:

Valor da empresa:	\$ 500
Riqueza do agente externo:	\$ 200
Riqueza Total:	\$ 700

Evidentemente, o agente externo tomaria a decisão individual de implementar o investimento, porque a sua riqueza seria aumentada.

Há uma externalidade na adoção da decisão **M** pela empresa que beneficiaria o agente externo, resultando em:

Valor da empresa:	\$ 300
Riqueza do agente externo:	\$ 500
Riqueza Total:	\$ 800

Embora a decisão **M** seja forma mais eficiente de alocação de recursos pela empresa, tal situação acarreta uma destruição de valor para os seus acionistas, fazendo com que estes não estejam propensos a aceitar o projeto de investimentos.

Surge então a abertura para um processo de negociação entre a empresa e o agente externo, que pode desencadear subsídios financeiros ou reação do mercado consumidor de produtos e serviços da empresa, refletindo-se nos preços e quantidades vendidas.

Na hipótese de eficiência em maximizar a riqueza total na economia, pode-se estabelecer um máximo de riqueza que os agentes estariam dispostos a transferir para a empresa:

$$\boxed{\begin{array}{l} \text{Riqueza passível de ser} \\ \text{transferida pelos} \\ \text{agentes para a empresa} \end{array}} = \boxed{\begin{array}{l} \text{Riqueza dos agentes} \\ \text{na alternativa mais} \\ \text{eficiente} \end{array}} - \boxed{\begin{array}{l} \text{Riqueza dos agentes} \\ \text{na situação atual} \end{array}}$$

(equação 31)

(síntese baseada em Pyndick e Rubinfeld, 1994)

A riqueza passível de ser transferida pelos agentes para a empresa, no exemplo, é

$$\$ 500 - \$ 200 = \$ 300$$

Esta riqueza passível de ser transferida é, então, repassada à empresa até cobrir a destruição de seu valor – mediante reações do mercado consumidor –, traduzindo-se em preços e quantidades vendidas.

Dessa forma, se for considerado que o fluxo de informações sobre a magnitude dos custos sociais impostos ao mercado consumidor é pleno, pode-se esperar que a decisão **M** será tomada e que a riqueza adicionada cobrirá o mínimo requerido pela empresa e pelos agentes externos. A geração de riqueza total poderá ser negociada entre as partes ($\$ 800 - \$ 700 = \$ 100$).

7. Direcionadores do valor da empresa referentes às características das ações emitidas

7.1 Dividendos e bonificações

Os dividendos são montantes pagos aos acionistas pelas empresas, consistindo em um retorno sobre os seus investimentos. Tais importâncias são pagas por companhias com ações listadas em bolsas de valores.

Pelo trabalho pioneiro na área de finanças sobre o assunto, de autoria de Modigliani & Miller, publicado 1961, conclui-se que a política de dividendos seria irrelevante num mercado perfeito de capitais, ou seja, os investidores seriam indiferentes à política de dividendos adotada pela administração da empresa.

A proposição da irrelevância de dividendos mencionada continua, até os dias atuais, inquestionável na Teoria de Finanças. Desde 1961 são realizadas pesquisas para estudar os efeitos de um mercado imperfeito – com impostos e taxas incidentes sobre o pagamento dos dividendos e sobre os ganhos de capital; ineficiências de mercado e conflitos de agência – e explicar as oscilações do valor da empresa, supostamente motivadas por uma mudança na política de dividendos.

Modigliani & Miller fizeram sua proposição usando o exemplo hipotético de uma empresa sem dívidas a ser dissolvida no ano seguinte. A partir do exemplo, Ross e outros (1995) mencionaram ser possível provar que o valor presente dos fluxos de caixa recebidos pelo acionista não apresenta diferenças com relação à forma de pagamento desses fluxos de caixa através do tempo

Supondo que os fluxos de caixa da empresa podem ser determinados com certeza absoluta no valor de \$ 10.000, existem duas alternativas para a administração, apresentadas na tabela 2.

Tabela 2. Alternativas para administração de fluxo de caixa

Política Adotada	Dividendo pago na data 0	Dividendo pago na data 1
Dividendo igual ao fluxo de caixa	10.000	10.000
Dividendo inicial maior que o fluxo de caixa	$(10.000 + 1.000^{(a)})=11.000$	$(8.900 + 1.100^{(b)}) = 10.000$

^a Como a empresa adotou a política de pagar um dividendo inicial maior, houve a emissão de novas ações (\$ 1.000) para financiar este excesso sobre o fluxo de caixa; os novos acionistas requerem uma taxa de retorno igual ao custo de capital próprio.

^b É ressarcido para os acionistas que financiaram o acréscimo de dividendos pago na data o montante acrescido do retorno exigido, por meio de recursos gerados pela empresa.

O valor da empresa na data 0 é o valor presente dos fluxos de caixa para os acionistas na data 0, ou seja, aqueles que tinham a propriedade da empresa naquela data. Os acionistas estão recebendo dividendos de \$ 11.000 na data 0 e \$ 8.900 na data 1, pela alternativa 2; enquanto, pela alternativa 1, estarão recebendo \$ 10.000 na data 0 e \$ 10.000 na data 1.

O valor presente dos fluxos de caixa para os acionistas nas duas alternativas são iguais, conforme é demonstrado na tabela 3.

Tabela 3. Valor presente dos fluxos de caixa

Alternativa	Cálculo do Valor da Empresa
Dividendo igual ao fluxo de caixa	$10.000 + 10.000 / (1,1) = 19090,91$
Dividendo inicial maior que o fluxo de caixa	$11.000 + 8.900 / (1,1) = 19090,91$

Custo de Capital Próprio = 10% a.p.

Embora a argumentação de Modigliani & Miller seja convincente, é estritamente teórica, já que as condições necessárias para este fenômeno ocorram raramente:

↳ mercados perfeitos;

- ↳ investidores com expectativas homogêneas;
- ↳ eficiência de mercado;
- ↳ custo de capital próprio igual ao custo de capital de terceiros.

Tal situação faz com que a política de dividendos seja teoricamente relevante para o valor da empresa como consequência de alguns fatores relacionados a seguir.

- ↳ **Nível de capital de terceiros que a empresa opera em relação ao nível ótimo;**

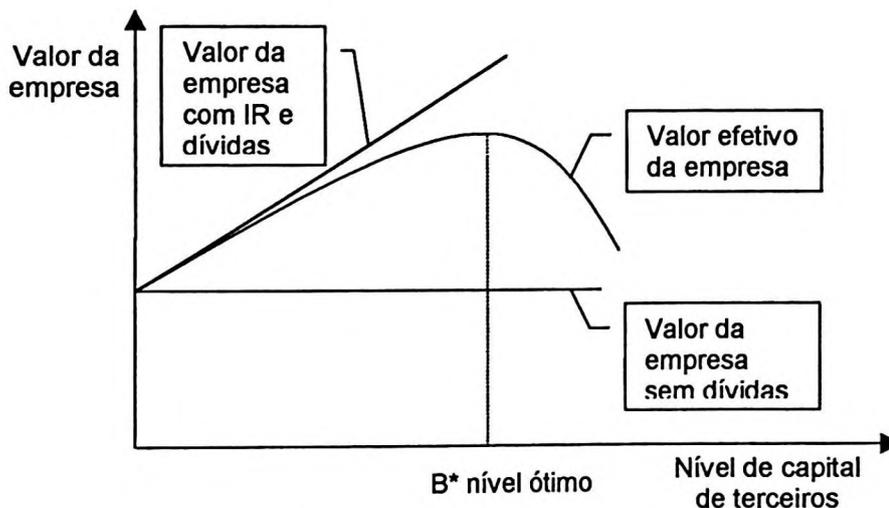


Figura 26. Nível ótimo de capital de terceiros
(Ross, Westerfield e Jaffe, 1995: 332)

O nível ótimo de capital de terceiros é influenciado diretamente pelo custo de capital praticado na economia.

↳ **Efeito Informação**

O efeito informação sinaliza ao mercado as expectativas da administração com relação ao futuro da empresa, tais como as disponibilidades de caixa futuras para pagamento de dividendos ou de empréstimos, a existência de projetos de investimentos e fontes de financiamentos atraentes ou, ainda, sobre os futuros custos de agência aos

quais a empresa estará incorrendo (pela potencial necessidade de captação de recursos).

↳ **Efeito clientela**

Este efeito considera a percepção das motivações que levam determinados grupos de investidores a terem preferência por política de dividendos, o que faz com que esses grupos atribuam um preço que compense o benefício de receber dividendos conforme a política de dividendos padrão – este valor irá variar tanto para consumidores quanto para situações diferentes.

A mudança da política de dividendos, segundo esta proposição, irá determinar um desajuste momentâneo do preço da ação, até que outro grupo de consumidores, atraído pela nova política de dividendos, seja atendido. Tais preferências podem ser desencadeadas por aversão dos investidores ao risco ou pelo fato de que períodos de estabilidade monetária façam com que os dividendos sejam preferíveis aos ganhos de capital, em razão da manutenção do poder aquisitivo do montante pago como dividendos, até a data do efetivo recebimento pelos acionistas.

Há de se ressaltar que qualquer descapitalização da empresa no intuito de proporcionar rendimentos em dinheiro para os acionistas pode ser classificada como pagamento de dividendos.

7.2 Liquidez das ações

Segundo Amihud & Mendelson (1991), um ativo líquido é aquele que pode ser comprado ou vendido a preço corrente de mercado, rapidamente e com baixos custos de transação.

É possível esperar que a liquidez das ações seja relevante no estabelecimento dos preços devido ao fato de os investidores preferirem aplicar seu capital em ativos com essas características, acarretando que as taxas requeridas para ativos pouco líquidos sejam maiores. O efeito dessa exigência é uma remuneração adicional ao risco sistemático, a qual não pode ser caracterizada como diversificável, sendo, portanto, uma característica indesejável do título (Sanvicente & Minardi, 1998).

A dependência do valor da empresa percebido pelo mercado à liquidez de seus títulos foi sintetizada por Amihud & Mendelson (1991: 58): “em equilíbrio, a uma menor liquidez do ativo, há um preço maior”. Tal afirmação foi baseada em custos associados à falta de liquidez do ativo que seriam impostos aos investidores, relacionados a seguir.

- ↳ **Diferença entre oferta de venda e oferta de compra:** o melhor preço cotado na ponta do vendedor é sempre maior que o melhor preço cotado na ponta do comprador. A diferença entre estes dois preços é inversamente relacionada com a liquidez do ativo e acarreta custos para compradores e vendedores, no processo de negociação, em que um preço comum, intermediário, será atingido.
- ↳ **Custos de impacto no mercado:** incorridos por um investidor ao negociar grandes quantidades de títulos, direcionando os preços para patamares muito altos ou baixos (quando compra ou vende, respectivamente).
- ↳ **Custos de pesquisa:** incidem a um investidor quando seus parceiros na negociação retardam ou aceleram o negócio buscando melhores condições para efetivá-la e aqueles incorridos para contatar eventuais parceiros.
- ↳ **Custos diretos de transação:** incorridos pelos agentes com comissões de corretagens, de troca e com outras taxas, que são aviltados para muitas negociações – pequenos valores para cada uma.

Como consequência desses fatores associados à falta de liquidez, as empresas têm o seu custo de capital diretamente relacionado com a liquidez de seus títulos, e o valor da empresa é afetado por este direcionador.

Entre as políticas adotadas para gerar liquidez para os títulos podem ser citadas diminuição da assimetria de informações com relação ao desempenho operacional e financeiro da empresa emissora, desenvolvimento de uma clara política de dividendos, securitização de ativos, contratação de agentes privados de colocação pública das ações.

7.2.1 Divulgação das informações

Amihud & Mendelson (1991) analisaram o efeito da divulgação mais adequada de informações acerca do emitente do título e do impacto da redução de assimetria informacional entre a administração da empresa e o mercado sobre a liquidez do título, concluindo que tal redução aliviaria a apreensão do investidor em negociar o título, reduzindo a diferença entre as ofertas de compra e venda, aumentando a liquidez e, conseqüentemente, o valor do título.

Barry & Brown – citados por Reilly & Brown (1997: 226) – testaram a hipótese de que a pior qualidade de informações fornecidas ao mercado estaria associada à exigência de retorno mais alto pelo investidor, encontrando uma relação negativa entre retorno e qualidade da informação, corroborando os resultados da análise de Amihud & Mendelson.

Assim, a existência de um órgão ou pessoa responsável pela divulgação plena de informações tende a ser direcionador do valor da empresa. Tal órgão, tendo a incumbência de monitorar e acompanhar o fluxo de opiniões e informações sobre a empresa emissora do título, é mais eficiente em reduzir a assimetria informacional que é redutora do valor da empresa.

7.2.2 Negociabilidade do título por investidores estrangeiros

Um título pode ser disponível para investidores estrangeiros pela sua negociação em um bom mercado de compra e venda de títulos, ou seja, um mercado líquido no qual os profissionais sejam críticos com relação à transparência das negociações e à eficiência de funcionamento, seja este local, seja estrangeiro (Reilly & Brown, 1997).

O investidor, ao optar por títulos negociados fora de seu país de origem, está exposto a riscos adicionais, entre os quais

- ↳ **Risco de conversão:** incerteza sobre a possibilidade de converter o valor apurado em moeda estrangeira para moeda de seu país.
- ↳ **Risco cambial:** incerteza sobre a taxa pela qual a moeda estrangeira, no futuro, será convertida para a moeda local.
- ↳ **Risco país:** incerteza sobre a atividade econômica e as políticas governamentais do país-sede do emissor do título – barreiras aos movimentos de bens, mão-de-obra, políticas monetárias diferentes, entre outras.

O investidor, portanto, pode se beneficiar da possibilidade de diversificação em nível global, pois a diversificação é muito mais efetiva em vários mercados nacionais do que no doméstico.

Assim, as correlações dos retornos dos diversos mercados nacionais são fator de decisão na alocação de recursos dos investidores quando estiverem buscando a eficiência na relação risco e retorno de suas carteiras. No entanto, o processo de tomada de decisão de investimentos tipicamente adotado pelas instituições, nem sempre considera o benefício da diversificação internacional (Leite & Sanvicente, 1995).

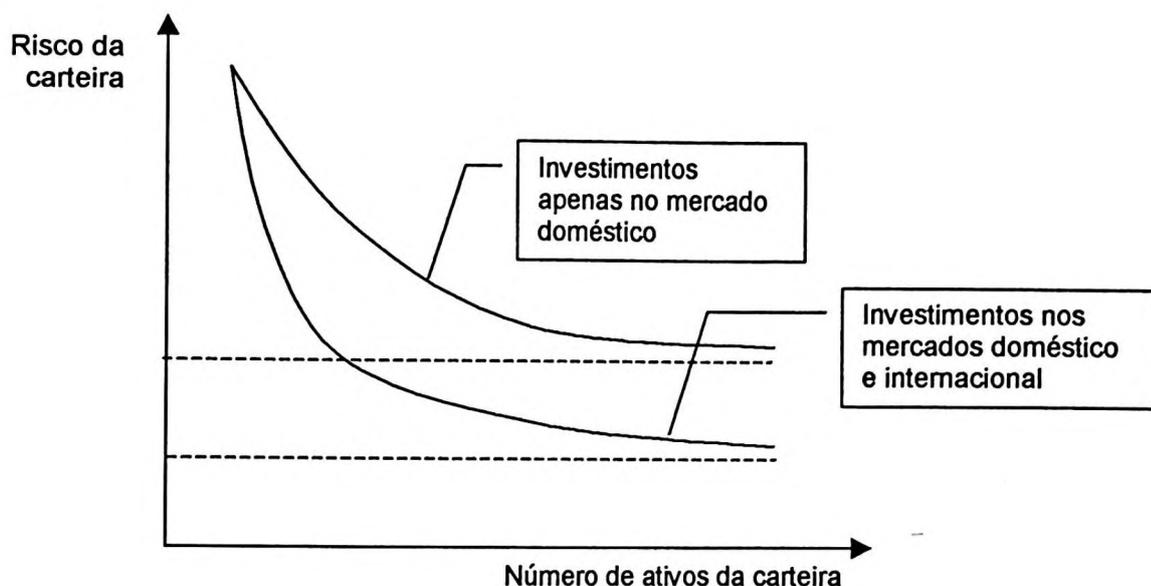


Figura 27. Efeito da diversificação internacional no risco de uma carteira
(baseado em Jorion & Khoury, 1996)

A possibilidade de negociação em mercados internacionais que sejam receptivos aos investimentos que buscam o *flight to quality* – vôo para a qualidade –, o qual pode ser alcançado em mercados de ações mais eficientes, reputadamente éticos e sediados em economias com tradição de respeito aos direitos dos investidores, aumenta o número de investidores interessados em negociar os títulos, conseqüentemente, aumentando a liquidez da ação.

7.2.3 Concentração de empresas do setor com capital aberto

Como conseqüência dos benefícios da diversificação, o investidor que utiliza a moderna teoria dos *portfolios* aceitará pagar um preço-prêmio por ações de empresas de setores com poucas opções de investimentos, pois as vantagens oriundas da diversificação serão propiciadas por poucas ações.

8. O controle gerencial como um direcionador de valor

Em sentido amplo, controle gerencial pode ser definido como “um poder sobre a direção da atividade empresarial e, em conseqüência, sobre os bens afetados por esta atividade” (Pereira, 1995: 14). Portanto, a capacidade de influir na gestão dos bens de uma empresa é o que caracteriza a figura do seu controlador, podendo ser qualquer um “que detenha predominância para influir nos destinos dela, seja ou não acionista desta sociedade, seja seu administrador ou não” (*Op. cit.*, 1995: 9).

A gerência de médio escalão é composta por profissionais que têm o controle sobre os microdirecionadores de valor das empresas e, conseqüentemente, são os responsáveis pelo efetivo desempenho da organização.

Tal análise foi corroborada por Copeland e outros (1996: 118), que associaram a função exercida pelo profissional à mensuração do desempenho estabelecido como meta:

- ↳ presidentes e profissionais em níveis corporativos têm medidas de desempenho baseadas em macrodirecionadores de valor;
- ↳ gerentes de médio escalão têm medidas de desempenho baseadas em microdirecionadores de valor.

Bartlett & Ghoshal (1990), citados por Mintzberg & Quinn (1996: 375), mencionaram a importância de uma estrutura organizacional que possibilite a comunicação sobre a estratégia adotada ser eficiente entre os executivos em nível corporativo e os gestores das unidades de negócio; sob pena de os primeiros perderem o controle sobre os recursos investidos nas linhas de médio e baixo escalão.

Nessa perspectiva, a medida do desempenho dos diversos profissionais numa organização deve refletir o controle sobre os recursos e a responsabilidade de cada um.

O exercício do controle está, portanto, relacionado à implementação e ao monitoramento das diretrizes estratégicas da organização. É de responsabilidade do executivo em nível corporativo que, por sua vez, deve ser capaz de transmitir tais diretrizes aos gerentes de unidades de negócios, os quais têm maior controle sobre os microdirecionadores de valor da empresa.

O executivo em nível corporativo, sendo o profissional responsável pela condução da empresa, deve ser o agente monitorado pelos controladores da empresa. Segundo Mintzberg, citado por Mintzberg & Quinn (1996), governo, administradores profissionais (o próprio executivo a nível corporativo), funcionários e acionistas, entre outros, são agentes que podem controlar a empresa.

O grupo com poder de controle é responsável por grande parte das decisões do executivo em nível corporativo. Esta responsabilidade, pela hipótese da racionalidade econômica dos agentes, deve ser remunerada devido aos riscos a que está sujeita a reputação do controlador.

Tal fonte de risco seria a origem da exigência de uma remuneração adicional por parte do controlador com relação à remuneração requerida pelos grupos não-controladores, uma vez que todos se beneficiam da rentabilidade da empresa.

Juridicamente, a remuneração adicional é denominada valor do poder de controle, ou seja, um prêmio sobre o preço das ações que o controlador tem em razão do direito facultado por sua participação acionária para exercer o controle da empresa.

Outro tipo de remuneração pode ser obtido pelo controlador mediante maximização do retorno e minimização do risco em sua carteira de investimentos pessoais, na qual a empresa está incluída.

A forma de monitorar as diretrizes estratégicas da organização é feita pelo controle preconizado por autores do campo da contabilidade gerencial:

“Processo em que os gerentes se certificam de que recursos são obtidos e usados eficaz e eficientemente no atingimento dos objetivos organizacionais” (Anthony e Herzlinger, 1997:16).

Os objetivos organizacionais mencionados pelos autores são definidos pelo grupo com poder de controle no processo de planejamento estratégico que antecede o planejamento orçamentário.

8.1 Forma de controle do acionista

A forma de controle objeto de investigação neste trabalho é a exercida pelo administrador profissional nomeado por acionistas, podendo os acionistas serem assim classificados:

- ↳ controlador: acionista majoritário;
- ↳ não-controladores: acionista minoritário, funcionário e governo, entre outros.

A responsabilidade adicional imposta aos controladores é justificada pela diferença do impacto financeiro das decisões dos acionistas majoritários e dos acionistas minoritários, quando estão insatisfeitos com a administração da empresa:

Quadro 6. Postura predominante de acionistas frente a insatisfações com a administração da empresa

Evento	Acionista majoritário (controlador)	Acionista minoritário (não controlador)
1ª tentativa de mudança	Institui controles	Participa da Assembléia
2ª tentativa de mudança	Modifica controles	Sugere modificações
3ª tentativa de mudança	Cria estímulos para direcionar procedimentos	Exterioriza insatisfação
Última tentativa	Muda o agente	Vende a ação
Impacto financeiro	Aumenta o valor da empresa	Diminui o valor da empresa

É razoável supor que os acionistas minoritários aceitem transferir uma parte de sua riqueza para os acionistas majoritários, em troca de uma imposição da responsabilidade pela condução dos negócios da empresa.

Os riscos de reputação no mercado a que os controladores estão sujeitos têm como base uma análise sobre os direcionadores de valor envolvidos, relacionados com a possibilidade de aumento no custo de capital para os investimentos que compõem suas carteiras.

A estabilidade do controle gerencial da empresa está, portanto, ligada à estrutura do controle acionário. É razoável esperar-se que, quanto maior o número de acionistas com potencial para assumir o poder de controle, maior a base de acionistas com capacidade de decidir por uma mudança do agente contratado para dirigir a empresa, sendo também, maior a possibilidade dessa tomada de controle ocorrer.

Capítulo IV
PESQUISA

1. Objetivo

O objetivo principal na pesquisa foi identificar se há divergências entre os direcionadores de valor preferidos por investidores e administradores profissionais e quais seriam tais direcionadores. A constatação de divergências entre as importâncias atribuídas é o instrumento para se atingir o objetivo de verificação de existência de conflitos entre os três grupos de agentes econômicos pesquisados.

Os objetivos secundários nesta pesquisa foram:

- ↳ fundamentar as razões que levam alguns investidores a se disporem a pagar um preço maior do que outros, acarretando a existência de preços diferentes para ações, com e sem direito a voto, e de valor do poder de controle;
- ↳ questionar a hipótese de expectativas homogêneas dos agentes de mercado;
- ↳ verificar se, na média, os administradores agem para maximizar a riqueza do acionista;
- ↳ verificar quais as prioridades de monitoramento dos ambientes externo e interno da empresa pelos administradores profissionais;
- ↳ descrever as características preferidas pelos investidores em um investimento e os parâmetros de atuação dos administradores profissionais das empresas

2. Premissas

Tendo-se como objetivo descrever as atitudes dos investidores e dos administradores profissionais com relação às características de empresas, as hipóteses foram relacionadas ao comportamento esperado dos agentes, previsto pela teoria de finanças.

-
- ↳ **Premissa 1.** Os investidores e os administradores profissionais buscam maximizar seu nível de satisfação pessoal que, em termos financeiros, refere-se à maximização do valor presente da expectativa de fluxos de caixa, a ser recebido como remuneração pelo investimento efetuado.
 - ↳ **Premissa 2.** O mercado avalia as empresas de acordo com suas expectativas sobre os direcionadores de valor que gerarão fluxo de caixa máximo no longo prazo.
 - ↳ **Premissa 3.** As atitudes dos investidores e dos administradores profissionais não são necessariamente coincidentes quanto às premissas dos métodos de avaliação de empresas, os quais contemplam a racionalidade econômica dos agentes e pressupõem que todas as informações são disponíveis a quaisquer investidores.
 - ↳ **Premissa 4.** Os investidores e os agentes de dois segmentos diferentes valorizam direcionadores não necessariamente semelhantes e relacionados com as características de seus investimentos com relação à necessária atratividade da indústria e à posição competitiva das empresas (direcionadores sistemáticos e não sistemáticos, respectivamente).
 - ↳ **Premissa 5.** Os acionistas são os agentes que têm o maior incentivo para maximizar o valor da empresa, uma vez beneficiários dos lucros remanescentes após a satisfação de todos os *stakeholders*.

3. Delimitação da pesquisa

As preferências dos agentes dos investidores – avaliadores de empresas ou administradores profissionais – com relação às características de uma empresa representadas pelos direcionadores de valor foram investigadas neste estudo. Esses

indivíduos foram divididos em três grupos quanto à finalidade do seu processo de avaliação:

- ↳ composição de carteiras com flexibilidade de troca de posições (administração de carteiras),
- ↳ união com empresas já existentes ou compra e assunção do controle gerencial da empresa (fusões e aquisições)
- ↳ avaliação de desempenho (finanças corporativas).

As preferências do governo com relação a investimentos não foram focalizadas devido à complexidade das decisões governamentais, que consideram tanto a maximização da riqueza da entidade avaliada, quanto a elevação ao máximo da riqueza da sociedade como um todo.

A determinação do método e a técnica de preferência entre cada grupo de investidores não foram estudadas. A pesquisa foi focalizada nos parâmetros que direcionam a variação do valor das empresas: os direcionadores de valor. Tal enfoque está corroborado por Damodaran, que identificou como fator-chave para o gerenciamento do valor a compreensão de quais seriam os direcionadores de valor das empresas: “A chave para investir em ativos e gerenciá-los com sucesso não reside na compreensão do montante de seus valores, mas nas fontes de valor” (Damodaran, 1997: 1).

Tal delimitação foi aceita tendo em vista que, apesar de a análise quantitativa ser feita por meio de vários métodos e técnicas de avaliação, a evolução desses valores resultantes depende apenas das variações nos direcionadores de valor das empresas.

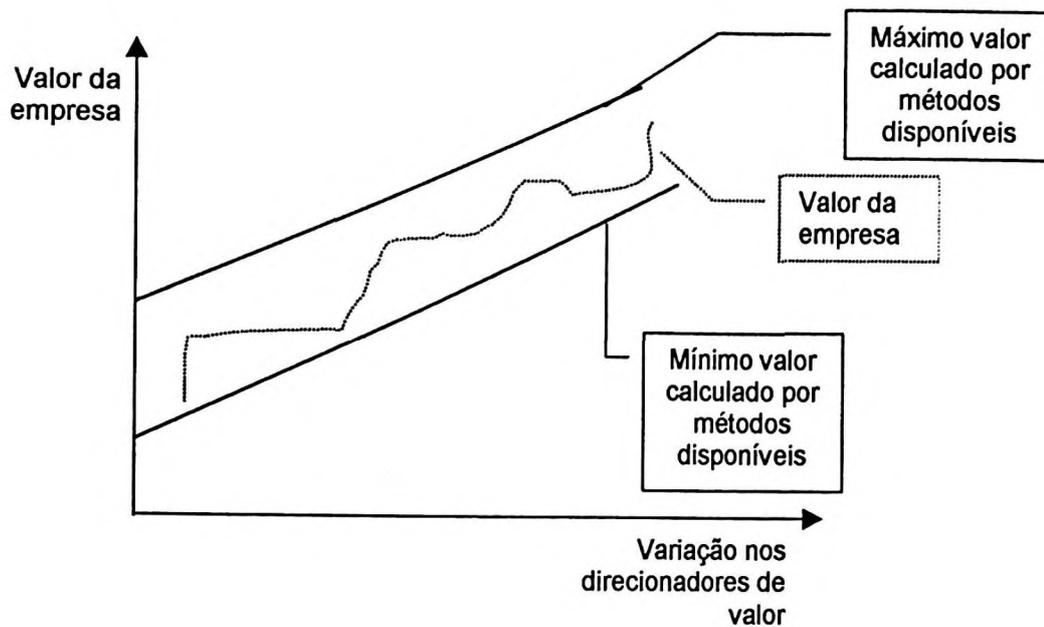


Figura 28. Sensibilidade do valor da empresa a variações nos indicadores de direcionadores de valor

4. Qualificação

A pesquisa implementada refere-se a atitudes: "Atitude é uma predisposição subliminar da pessoa na determinação de sua reação comportamental em relação a um produto, organização, pessoa, fato ou situação, descrevendo as tendências relativamente consistentes de uma pessoa para com um objeto ou idéia" (Mattar, 1996: 86).

Esse tipo de pesquisa é freqüentemente utilizado em marketing para conhecer as atitudes dos consumidores com relação a um produto. A importância da atitude para a compra e para o comportamento pós-compra é fundamental e reconhecida por vários estudiosos de modelos de comportamento do consumidor, conforme citado por Mattar (1996). Sendo a aquisição de uma empresa um ato de compra, optou-se pela utilização desse tipo de pesquisa.

As atitudes precedem o comportamento e são de difícil descrição, a não ser que exista um relato manifesto pelo indivíduo. São constituídas por diferentes parcelas relacionadas consistentemente, formando um conceito multidimensional complexo:

- ↳ **parcela cognitiva:** crenças e percepções de uma pessoa sobre os direcionadores de valor importantes para uma empresa, ou conhecimento de fatos referentes a eles. Pode ser medida por auto-avaliações das crenças ou pela quantidade de conhecimento que uma pessoa tem sobre determinado assunto;
- ↳ **parcela afetiva:** sentimento ou resposta emocional que a pessoa dá a um objeto, medida por meio de respostas fisiológicas ou apresentações verbais, pelo fato de gostar ou não;
- ↳ **parcela comportamental:** comportamento manifesto com relação a pessoas ou objetos, podendo ser medido por observações diretas do modo de comportamento frente a situações estimuladoras específicas.

5. Métodos e formas de coleta de dados

5.1 Fontes de dados

Optou-se pela obtenção dos dados exclusivamente junto aos profissionais atuantes nas áreas de avaliação de empresas e gestão financeira corporativa, utilizando como instrumento de pesquisa questionários autopreenchíveis.

Outras alternativas potenciais foram descartadas por diferentes motivos:

- ↳ pessoas que detêm informações sobre o assunto pesquisado: outras pessoas dificilmente terão a perspectiva do assunto e de todas as variáveis pesquisadas;
- ↳ situações similares: não é viável a obtenção de dados sobre transações de compra e venda de empresas, com grau de detalhamento aceitável, para estabelecer a preferência dos investidores;
- ↳ dados disponíveis: são insuficientes.

5.2 Tipos de dados

Os dados utilizados são primários (obtidos diretamente). A utilização de dados secundários (coletados para atender a outros propósitos) foi descartada por não atenderem perfeitamente ao objetivo de uma pesquisa exploratória que pretende determinar melhor o problema pesquisado.

O tipo de dados primários coletados é classificado como atitude e opinião, por não constituir um comportamento manifestado. Paralelamente, pode-se supor haver motivação e intenção do pesquisado em agir conforme suas respostas.

5.3 Meio de coleta de dados

Optou-se pela coleta de dados por meio da comunicação em razão da praticidade, da economia de custos, da redução do tempo necessário e da facilidade analítica da comunicação dos direcionadores a serem questionados – deviam ser passados separados uns dos outros, ou seja, sem superposição de efeitos sobre o valor da empresa.

A utilização da observação foi inviável por motivo de sigilo sobre as operações de compra e venda de empresas e pela dificuldade em estabelecer graduações e julgamentos sobre quais seriam os seus direcionadores de valor.

A comunicação foi estruturada e não-disfarçada para obter a colaboração dos respondentes – relacionada ao tempo a ser despendido e à facilidade analítica de questões objetivas.

A forma de aplicação do questionário foi o envio direto para preenchimento pessoal e individual pelos respondentes.

6. População, tamanho da amostra e amostragem

6.1 População

Dado o grande número de avaliadores de empresas potenciais, tornou-se impossível a realização de um censo.

A população é formada pelos agentes atuantes nas três áreas pesquisadas.

- ↳ **Finanças corporativas:** diretores-financeiros e responsáveis pelo gerenciamento com base em orçamentos ou valor da empresa.
- ↳ **Fusões e aquisições:** consultorias, bancos de investimentos e fundos de pensão atuantes em avaliação de empresas para compra ou venda de participação acionária que permita a influência no controle gerencial da empresa.
- ↳ **Administração de carteiras:** corretoras e administradores de recursos atuantes na avaliação de participações acionárias minoritárias.

6.2 Tamanho da amostra

Foram contactados 65 respondentes e foi obtida resposta de 31 deles (um retorno de 48%). As instituições foram selecionadas através de uma classificação em ordem descendente de importância com base em exposição da instituição à imprensa ou *ranking* de revistas especializadas, além de instituições especiais escolhidas pela sensibilidade do pesquisador.

Em razão do caráter sigiloso das informações coletadas não é possível a explicitação do número de respondentes por segmento pesquisado, porém o número foi aproximadamente equivalente entre os três segmentos. Tal sigilo foi garantido aos respondentes durante a pesquisa.

O teste de significância para a média utiliza o teste t de student, que “é utilizado para inferências estatísticas, particularmente, quando se tem amostras com tamanhos inferiores a 30 elementos” (Fonseca & Martins, 1996: 93). Portanto o número de elementos é adequado para o teste de significância para a média.

O teste de Kruskal-Wallis, o teste de Mann Whitney, a análise da variância e o teste de Scheffé são viáveis de serem utilizados para amostras de 31 elementos, conforme exemplos constantes na obra de Fonseca e Martins (1996) nos capítulos pertinentes a tais testes.

Portanto, com base em Fonseca & Martins (1996), a amostra foi constituída por número de respondentes considerado suficiente para permitir a realização de um teste de hipóteses..

6.3 Amostragem

A utilização de uma amostra probabilística foi impraticável, pela impossibilidade de precisar a probabilidade da influência dos respondentes sobre a definição do valor das empresas sediadas no Brasil.

Assim, a amostragem não-probabilística foi utilizada, a partir do julgamento do pesquisador sobre quais seriam as instituições que realmente direcionam o valor das empresas no Brasil, compondo uma amostra intencional.

A amostra intencional baseia-se no pressuposto: “a suposição básica de uma amostra intencional é que, com bom julgamento e estratégia adequada, podem ser escolhidos os casos a serem incluídos e, assim, chegar a amostras que sejam satisfatórias para as necessidades da pesquisa” (Mattar, 1994: 286).

6.3.1 Componentes da amostra

Foram escolhidos como respondentes profissionais atuantes na áreas mencionadas anteriormente:

- ↳ **finanças corporativas:** empresas em que notoriamente seja realizado o gerenciamento baseado no valor da empresa, ou nas quais sejam utilizadas ferramentas orçamentárias para planejamento;
- ↳ **fusões e aquisições:** fundos de pensão, bancos de investimento e consultorias. Os fundos de pensão foram escolhidos conforme as suas posições no *ranking* de investimentos da associação representativa do setor; os bancos de investimento, de acordo com o volume de negócios fechados no assessoramento de vendas ou compras de empresas; as consultorias, pelo seu renome no segmento.
- ↳ **administração de carteiras:** corretoras e administradoras de recursos escolhidos de acordo com seu volume de negócios.

7. Procedimentos de coleta de dados

Para evitar a mudança de expectativas dos agentes pela variação do ambiente sócio-econômico e cultural, a coleta de dados foi realizada num curto espaço de tempo, três meses – dezembro de 1999 a fevereiro de 2000.

Os respondentes, contatados previamente, receberam informações acerca do estudo que estava sendo realizado e foram convidados a colaborar. Posteriormente receberam um questionário eletrônico, via *internet*, para autopreenchimento. Tal procedimento permitiu a redução dos custos de distribuição e coleta dos questionários, além de ter garantido o seu envio de forma rápida e segura.

8. Procedimento de verificação, digitação e processamento dos dados

Os dados brutos foram devolvidos ao pesquisador de forma consistente e legível para processamento por meio eletrônico, devido aos seus formato e codificação padronizados. A economia de tempo e custos pela ausência do processo de tabulação foram relevantes e justificaram a utilização de um instrumento em meio eletrônico.

A consistência estende-se ao processamento dos testes estatísticos, que foi feita no mesmo *software* em que o questionário foi enviado.

9. Construção do instrumento de coleta de dados

Foi escolhido o questionário eletrônico autopreenchível em razão da familiarização dos respondentes com planilhas eletrônicas, *internet*, assunto e linguagem utilizada.

Os dados coletados foram, basicamente:

- ↳ indicação da área de atuação profissional do respondente, acompanhada de breve explicação caracterizando cada área;
- ↳ avaliação de cada direcionador quanto à sua importância para a criação ou destruição de valor.

9.1 Escala utilizada

Optou-se pela utilização de uma escala do tipo *stapel*, processo que consiste na avaliação de determinado objeto por um conjunto de escalas bipolares. Tal método foi escolhido porque o objeto de pesquisa é caracterizado por duas dimensões antagônicas: criar ou destruir valor.

A escala *stapel* possibilita também que a magnitude do impacto de uma variável sobre o objeto de estudo possa ser avaliada em termos numéricos, permitindo que a análise dos dados para variáveis intervalares possa ser utilizada.

9.2 Projeto do instrumento

O questionário, composto por duas perguntas, foi utilizado em meio eletrônico, tanto pelo pesquisador quanto pelos pesquisados, permitindo que as instruções para a utilização fossem passadas aos respondentes durante o preenchimento.

↳ **Pergunta 1:** indicação da área de atuação profissional do respondente.

A resposta consistia no preenchimento com um "X" na área de atuação profissional; a cada opção apresentada foi adicionada uma explicação conceitual do seu significado para os propósitos da pesquisa. O não-preenchimento desse campo ocasionava a exibição da mensagem: "**falta a primeira pergunta!**", evitando o erro não-amstral pela ausência da resposta

↳ **Pergunta 2:** atribuição de nota para a importância do diretor no valor da empresa.

Tendo-se na pesquisa o propósito de captar as características que criavam ou destruíam valor, tornou-se necessário bipolarizar as avaliações, dividindo a escala numérica utilizada entre esses dois efeitos:

- ✓ **notas de zero a cinco:** a característica destrói valor
- ✓ **notas de cinco a dez:** a característica cria valor

Para avaliar a importância da característica em acarretar o efeito, o grau de importância foi categorizado em leve, baixa, média e alta. A escala correspondente foi definida e informada ao respondente.

Nota acima de 5,0: Cria valor	Alta importância para criar valor	entre 8,5 e 10
	Média importância para criar valor	entre 7,0 e 8,5
	Baixa importância para criar valor	entre 5,5 e 7,0
	Leve importância para criar valor	entre 5,0 e 5,5
Nota abaixo de 5,0: Destroi valor	Leve importância para destruir valor	entre 4,5 e 5,0
	Baixa importância para destruir valor	entre 3,0 e 4,5
	Média importância para destruir valor	entre 1,5 e 3,0
	Alta importância para destruir valor	entre 0,0 e 1,5

Figura 29. Escala para avaliação dos direcionadores

A garantia de que o respondente estava avaliando segundo os critérios adotados pela pesquisa foi obtida por um mecanismo que informava qual avaliação estava sendo registrada pela sua nota com relação ao grau de importância e ao seu efeito sobre o valor da empresa.

Ter capacidade de inovação	7.3	MÉDIA IMPORTÂNCIA	P/ CRIAR VALOR
----------------------------	------------	----------------------	----------------

Figura 30. Exemplo de atribuição de nota e mecanismo informativo

O instrumento foi redigido de forma a que cada item confirmasse a existência da característica na empresa.

O erro não-amstral por não-preenchimento foi minimizado pela utilização de outro mecanismo que informava ao respondente as questões que faltavam.

10. Análise dos dados

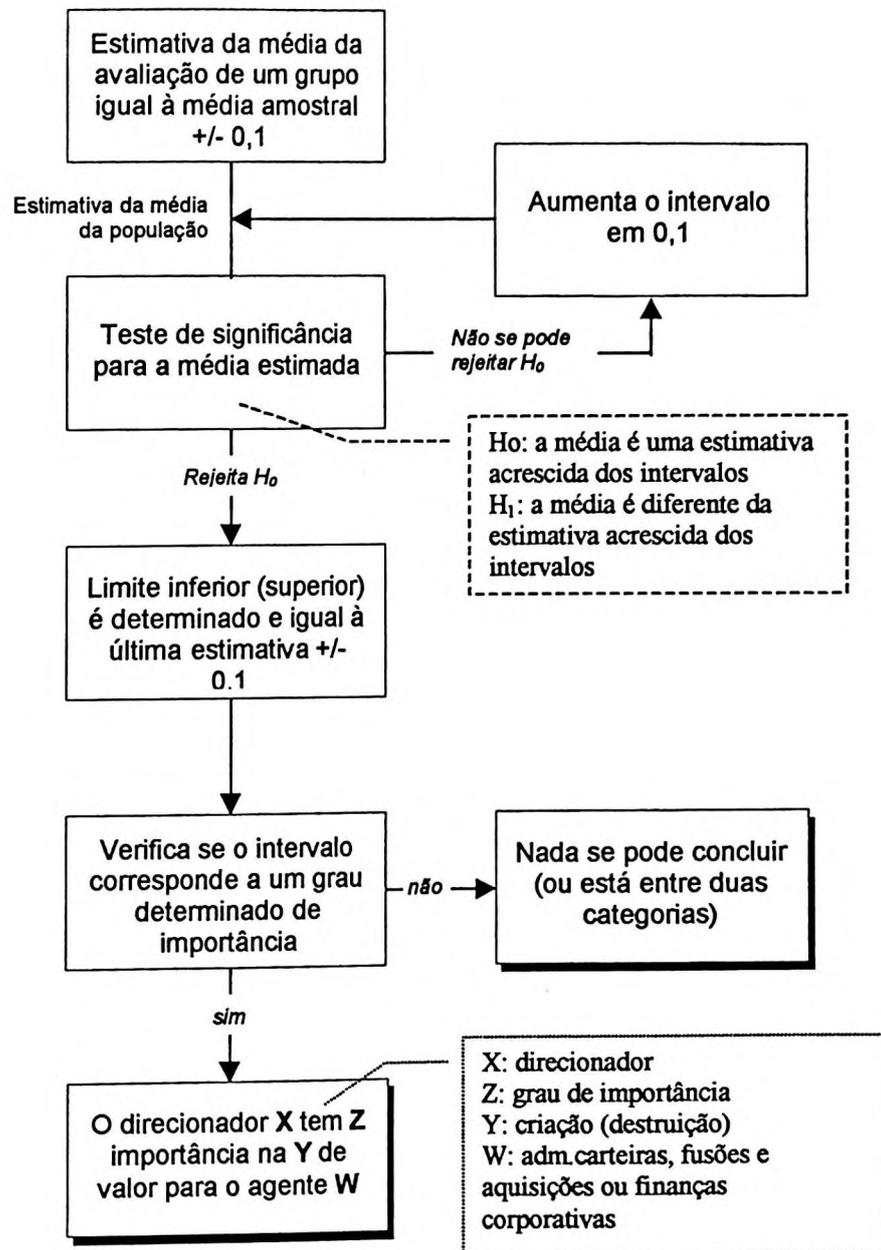
A análise dos dados foi esquematizada de forma a permitir a verificação:

- ↳ do grau de importância para cada grupo de agentes;
- ↳ da existência ou não, entre os três grupos, de diferenças na avaliação do impacto do direcionador sobre o valor da empresa.

A seguir são apresentados os testes estatísticos de hipóteses realizados.

10.1 Teste de significância para a média

- ↳ **Objetivo:** verificar o grau de importância de cada direcionador para cada grupo de agentes.
- ↳ **Método de análise:** análise da sensibilidade para o valor da média que se pode assumir para a população.
- ↳ **Conclusões:** estima o intervalo que se pode assumir para a média populacional.



Nota: utilização de um nível de significância de 5% para as análises

Figura 31. Esquema do teste de significância para a média

10.2 Teste não-paramétrico

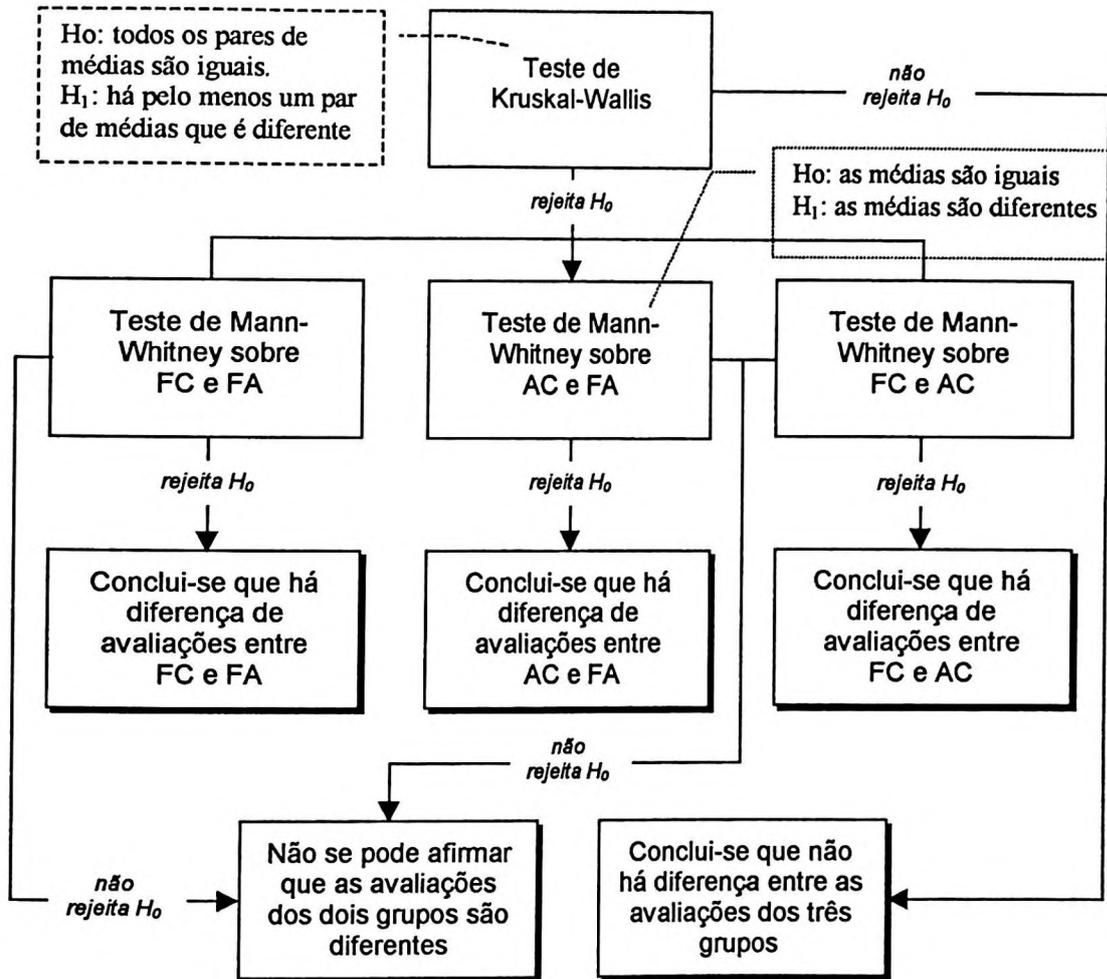
↳ **Objetivo:** verificar se há diferenças na avaliação do impacto de cada diretor sobre o valor da empresa, entre os três grupos.

↳ **Método de análise:** testes não paramétricos, cujas características são:

- ✓ não exigem suposição quanto à distribuição da população da qual se tenha retirado amostras para análises;
- ✓ são aplicáveis para pequenas amostras (menores que 30 elementos);
- ✓ independem de parâmetros populacionais.

O teste de Kruskal-Wallis foi realizado para verificar se três ou mais amostras independentes provêm de populações com médias iguais, pelo ordenamento das observações das avaliações dos respondentes, representadas por variáveis intervalares ou ordinais em postos, os quais são somados e transformados em uma estatística que é comparada com uma variável qui-quadrado com grau de liberdade igual ao número de amostras diminuído de um (Fonseca & Martins, 1996).

O teste de Mann-Whitney examina se duas amostras independentes foram retiradas de populações com médias iguais, por meio do ordenamento das avaliações dos respondentes, representadas por variáveis intervalares ou ordinais em postos, os quais são somados e transformados em uma estatística. Esta é comparada com uma variável normal calculada por duas estatísticas dependentes da soma dos postos das duas amostras (Fonseca & Martins, 1996).



Nota: AC: administração de carteiras
 FC: finanças corporativas
 FA: fusões e aquisições
 Utilização de um nível de significância de 5% para as análises

Conclusões possíveis:

- ↳ (não) há diferenças entre as avaliações entre os grupos.
- ↳ Há diferenças entre os grupos de respondentes, dois a dois especificados quais são.

Figura 32. Esquema de análise não-paramétrica

10.3 Teste da análise da variância

↳ **Objetivo:** verificar se, entre os três grupos, há diferenças na avaliação do impacto de cada direcionador sobre o valor da empresa.

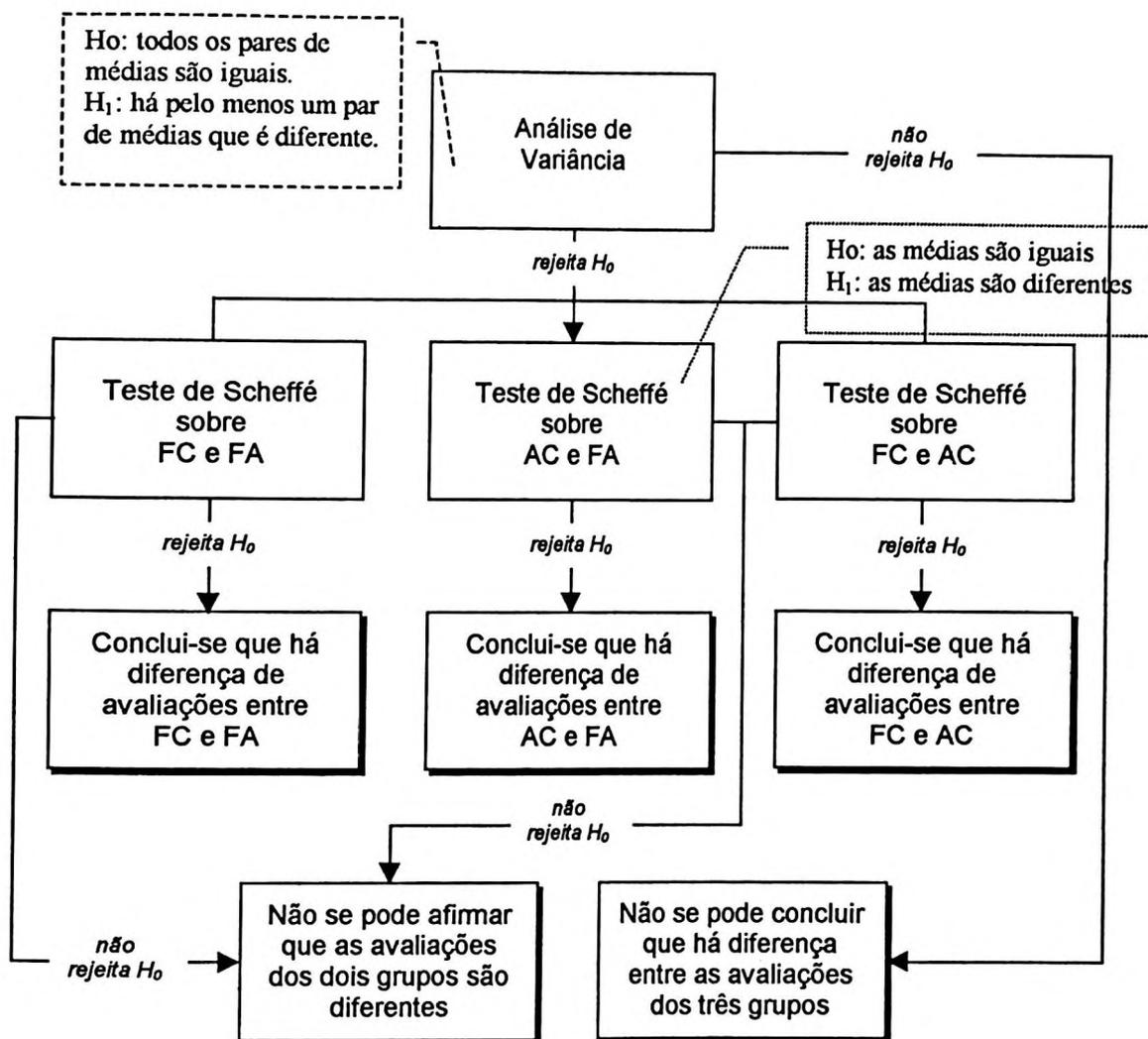
↳ **Método de análise:** Análise da variância, que compara várias médias partindo dos pressupostos:

- ✓ as amostras devem ser aleatórias e independentes;
- ✓ as amostras devem ser extraídas de populações normais;
- ✓ as populações devem ter variâncias iguais.

A análise da variância verifica se três ou mais fatores produzem mudanças sistemáticas em alguma variável de interesse, ou seja, se a importância de um direcionador de valor é influenciada pela perspectiva do avaliador de empresas, com relação a propósitos diversos.

A hipótese é testada pela comparação da estatística F de Snedecor com uma variável F de Snedecor crítica, sendo a primeira calculada pelos parâmetros do teste e a segunda pelo nível de significância definido para o teste (Fonseca & Martins, 1996).

O teste de Scheffé identifica qual das duas médias pode ser considerada diferente, ou seja, qual das óticas leva à importância diferente para os avaliadores de empresas. O teste é efetuado pela comparação entre a diferença das médias dos grupos e a estatística do teste de Scheffé – dependente do número de elementos da amostra e da variável F de Snedecor, ajustada ao nível de significância desejado (Fonseca & Martins, 1996).



Nota: AC: administração de carteiras
 FC: finanças corporativas
 FA: fusões e aquisições
 Utilização de um nível de significância de 5% para as análises

Conclusões possíveis:

- ↪ (não) há diferenças entre as avaliações entre os grupos.
- ↪ Há diferenças entre os grupos de respondentes A e C e A e B.

Figura 33. Esquema de análise de variância

11. Questões aplicadas aos respondentes e previsão das análises

11.1 Concentração de mercado

O número de empresas concorrentes com participação relevante num setor determina a concentração de mercado.

A estrutura de mercado pode ser determinada por tal característica, visto ela causar efeitos sobre:

- ↳ a sensibilidade do setor à fatores sistêmicos – o grau de concentração do mercado direciona as políticas de comercialização das empresas frente às oscilações nas quais existem fatores que afetam todas as empresas;
- ↳ desequilíbrios de mercado no curto prazo – a possibilidade de acordos entre os concorrentes do setor determina a existência de rentabilidade acima da taxa mínima de atratividade para os participantes.

A concentração de mercado no setor de atuação das empresas pode ser classificado como um direcionador dotado de uma componente sistemática mais forte do que a componente própria. Isso se deve ao fato de as oscilações do valor das empresas atuantes em mercados concentrados relativas a eventos sistêmicos serem positivas no caso de oscilações positivas, e terem efeito “amortecedor” no caso de variações negativas, porque as empresas operam criando valor pela natureza da competição oligopolizada.

A componente não-sistêmica está relacionada com a capacidade da administração da empresa em manter barreiras à entrada de novos concorrentes, garantindo, desta forma, a concentração de mercado.

Assim, esse direcionador atua com mais intensidade com relação a atratividade da indústria na economia, tendo, também, a capacidade de influir na margem operacional.

Quadro 7. Previsão da importância do direcionador "concentração de mercado" no valor da empresa

Finanças corporativas	Baixa importância pelo fato de o desempenho dever ser baseado na comparação com o dos concorrentes* e do direcionador afetar a todas as empresas de um setor.
Fusões e aquisições	Alta importância pelo fato de que a concentração de empresas no setor influi na magnitude do poder de barganha dos acionistas das empresas sobre os seus potenciais compradores.
Administração de carteiras	Alta importância pelo fato de o impacto das oscilações dos fatores sistêmicos sobre o valor das empresas depender da concentração de mercado.

* Conforme observado no desenvolvimento deste trabalho, estes são fatores controláveis pela administração da empresa; a posição é corroborada por Rappaport (1999: 92): "... premiar executivos somente pelo seu desempenho que superar o da concorrência."

11.2 Taxa de crescimento da indústria

A taxa de crescimento de um setor impacta a estrutura de mercado, com efeitos idênticos ao direcionador "concentração de mercado".

Uma indústria em crescimento apresenta uma natural concentração de mercado em função das vantagens competitivas relativas ao pioneirismo dos inovadores. Adicionalmente, o movimento de variação do tamanho, independentemente dos fatores sistêmicos causados pela adoção ou substituição dos produtos do setor, acentua a concentração de mercado, fazendo com que apenas as empresas com competências essenciais no setor possam usufruir dessa geração de valor.

"A taxa de crescimento da indústria é um direcionador fundamental do nível e da natureza da competição, começando com a inovação e a disputa por estabelecer

padrões e culminando com uma mudança para a rivalidade das empresas baseada em custos” (Scott: 1998: 63)

Assim, “taxa de crescimento da indústria” atua com mais intensidade na atratividade da indústria na economia, podendo influir no crescimento das vendas, na margem operacional, no investimento em capital de giro e em ativo fixo.

**Quadro 8. Previsão da importância do direcionador
"taxa de crescimento da indústria" no valor da empresa**

Finanças corporativas	Média importância pelo fato de que as empresas têm capacidade de criar mercados e transformar setores (Hamel & Prahalad, 1995), influenciando, desta forma, no crescimento da indústria, o que ocorre mediante menor controle por parte dos funcionários, do que pelas decisões relacionadas a assuntos internos
Fusões e aquisições	Alta importância pelo fato de a estrutura de mercado ser função da taxa de crescimento do setor, o que influi no poder de barganha dos acionistas das empresas sobre os seus potenciais compradores
Administração de carteiras	Alta importância pelo fato de que a exposição do valor da empresa a fatores sistêmicos é influenciada pela taxa de adesão ou substituição dos produtos do setor e pelo perfil de crescimento da indústria ser de interesse tanto de investidores passivos ¹ quanto de investidores ativos ²

¹ Investidor que utiliza a Moderna Teoria dos *Portfolios* e que se posiciona apenas pela sua desejada exposição ao risco sistemático.

² Além de implementar a estratégia do investidor passivo, este busca "bater o mercado".

11.3 Existência de barreiras para entrada e saída do setor

As barreiras de entrada e saída também impactam a estrutura de mercado existente: “as barreiras de entrada e saída direcionam a incidência de novos competidores e a capacidade dos antigos competidores em abandonar o setor” (Scott, 1998: 65).

As formas de ocorrência de barreiras são, entre outras, investimentos necessários para entrar em um setor, propriedade tecnológica, economias de escala,

relacionamento consolidado com clientes, custos de demissão e desinvestimentos e razões emocionais dos agentes.

Portanto, “existência de barreiras para entrada e saída do setor” atua com maior intensidade sobre a atratividade da indústria na economia, além de influir na margem operacional.

Quadro 9. Previsão da importância do direcionador “barreiras para entrada e saída do setor” no valor da empresa

Finanças corporativas	Baixa importância pelo fato de que o desempenho deve ser baseado na comparação com o dos concorrentes e as barreiras de entrada e saída afetam todas as empresas do setor.
Fusões e aquisições	Alta importância pelo fato de que a concentração de empresas no setor e as suas características únicas, que criam barreiras de entrada e de saída, influem no poder de barganha dos acionistas das empresas sobre os potenciais compradores.
Administração de carteiras	Alta importância pelo fato de que o impacto das oscilações dos fatores sistêmicos sobre o valor das empresas é dependente da concentração de mercado.

11.4 Frequência de ocorrência de inovações no setor

As inovações influem no ciclo de vida dos produtos e serviços das empresas e, portanto, na estrutura de mercado. Elas ocorrem por meio de mudanças tecnológicas no processo de produção.

O retorno exigido pelo acionista em um dado período de tempo deve ser maior quanto mais freqüente for a inovação.

Assim, “frequência de ocorrência de inovações no setor” atua com mais intensidade com relação a atratividade da indústria na economia, influenciando, também, na margem operacional e no crescimento das vendas.

Quadro 10. Previsão da importância do direcionador "frequência de ocorrência de inovações no setor" no valor da empresa

Finanças corporativas	Baixa importância pelo fato de que o desempenho deve ser baseado na comparação com o dos concorrentes e que a frequência de ocorrência de inovações é uma característica do setor, afetando, portanto, todas as empresas.
Fusões e aquisições	Alta importância pelo fato de que são intensos os efeitos sinérgicos de grupos de empresas no compartilhamento de competências que criam inovações.
Administração de carteiras	Média importância pelo fato de que os acionistas com posições em carteiras de alta liquidez não têm controle sobre as decisões de inovações e podem diversificar seus investimentos. Apenas os investidores ativos tendem a se posicionar em setores de acordo com a frequência de ocorrência de inovações, na busca de oportunidades de "bater o mercado".

11.5 Poder de negociação dos clientes

O poder de barganha do grupo de clientes de uma empresa na negociação de preços, quantidades ou outras condições, determina a divisão da sua margem operacional entre clientes e a empresa fornecedora de produtos e serviços. Pode-se afirmar que o valor da empresa está inversamente relacionado com a magnitude do poder de negociação dos seus clientes.

Portanto, o direcionador "poder de negociação dos clientes" atua com mais intensidade no que diz respeito a atratividade da indústria na economia, influenciando também na margem operacional e no crescimento das vendas.

Quadro 11. Previsão da importância do direcionador "poder de negociação dos clientes" no valor da empresa

Finanças corporativas	Baixa importância pelo fato de que o desempenho deve ser baseado na comparação com o dos concorrentes e que a magnitude do poder de negociação dos clientes é uma característica do setor, afetando, assim, todas as empresas.
Fusões e aquisições	Alta importância pelo fato de a atratividade de uma integração vertical estar relacionada com a divisão da riqueza gerada pela colocação de produtos no mercado e ser dependente do poder do cliente relativo à empresa produtora ou prestadora de serviços.
Administração de carteiras	Baixa importância pelo fato de que os acionistas têm possibilidades de reposicionar seus investimentos, alternando-os entre empresas produtoras ou prestadoras de serviços e companhias consumidoras dos produtos ou serviços.

11.6 Poder de negociação dos fornecedores

O poder de negociação do grupo de fornecedores de uma companhia com relação a preços, a quantidades ou a outras condições, determina a divisão da margem operacional da empresa entre fornecedoras e a organização compradora de produtos e serviços. Pode-se dizer que o valor da empresa está inversamente relacionado com a magnitude do poder de negociação dos seus fornecedores.

Conseqüentemente, o "poder de negociação dos fornecedores" atua mais intensamente com referência a atratividade da indústria na economia, tendo também a capacidade de influir na margem operacional.

Quadro 12. Previsão da importância do direcionador "poder de negociação dos fornecedores" no valor da empresa

Finanças corporativas	Baixa importância pelo fato de que o desempenho deve basear-se na comparação com o dos concorrentes e que a magnitude do poder de negociação dos fornecedores é uma característica do setor, afetando, assim, todas as empresas.
Fusões e aquisições	Alta importância pelo fato de a atratividade de uma integração vertical estar relacionada com a divisão da riqueza gerada na colocação de produtos no mercado e ser dependente do poder dos fornecedores com relação à empresa compradora de produtos e serviços.
Administração de carteiras	Baixa importância pelo fato de os acionistas terem possibilidades de reposicionar seus investimentos alternando-os entre as companhias produtoras ou prestadoras de serviços e empresas consumidoras dos produtos ou serviços.

11.7 Existência de políticas industriais governamentais para o setor

As políticas governamentais afetam o preço de equilíbrio entre oferta e demanda num setor. As empresas, em contrapartida, têm sua riqueza afetada pelos efeitos das externalidades advindas dessas interferências governamentais – que podem ser positivas ou negativas.

A existência de barreiras de entrada ou saída influenciam na exposição à concorrência externa, concorrendo para a falta de estímulo e para as dificuldades de atualização tecnológica (Goulart *et al.*, 1996).

Conseqüentemente, o direcionador “existência de políticas industriais governamentais” atua com mais intensidade na atratividade da indústria na economia, influenciando na margem operacional, no crescimento das vendas e na taxa de impostos.

Quadro 13. Previsão da importância do "existência de políticas governamentais para o setor" no valor da empresa

Finanças corporativas	Baixa importância pelo fato de que o desempenho deve ser baseado na comparação com o dos concorrentes e a interferência governamental afeta, geralmente, a todas as empresas de um setor.
Fusões e aquisições	Média importância pelo fato de que as externalidades podem ter um efeito sinérgico relevante quando consideradas em conjunto com outras empresas componentes do patrimônio do acionista.
Administração de Carteiras	Média importância pelo fato de que as interferências podem ter efeito sobre a oscilação do valor da empresa a fatores sistêmicos.

11.8 Sensibilidade às oscilações macroeconômicas

(produto interno bruto, taxa de inflação e de juros ou taxa de câmbio)

Todos os setores estão sujeitos às oscilações no ambiente macroeconômico, que se refletem no risco sistemático da empresa.

Geralmente podem ser verificados padrões de oscilações no valor da empresa com relação às variações no ambiente macroeconômico em setores idênticos da economia. Entretanto, diferentes empresas são afetadas de maneira diversa por mudanças similares no contexto macroeconômico.

Sob condições normais, há três determinantes das oscilações sistêmicas: crescimento do PIB; taxas de juros e inflação; taxas de câmbio (Scott, 1998).

Assim, o direcionador "sensibilidade às oscilações macroeconômicas" atua com maior intensidade na atratividade da indústria na economia, influenciando também a margem operacional, o crescimento das vendas e o custo de capital.

Quadro 14. Previsão da importância do direcionador "sensibilidade às oscilações macroeconômicas" no valor da empresa

Finanças corporativas	Média importância porque apesar de as oscilações sistêmicas afetarem todas as empresas de um setor, a administração da empresa pode implementar ações para proteção contra essas variações.
Fusões e aquisições	Alta importância pela possível ineficiente diversificação da carteira de investimentos do acionista controlador.
Administração de carteiras	Alta importância pelo fato de a sensibilidade do valor da empresa às oscilações sistêmicas ser objeto de análise para a diversificação do acionista.

11.9 Relações com fornecedores

A sinergia gerada no relacionamento com fornecedores visando a adequar os insumos às especificações e às necessidades da empresa com relação ao tempo de atendimento e à acurácia de tais especificações, entre outras, faz com que o valor das empresas possa ser dependente desse direcionador. O relacionamento com o fornecedor pode influir na eficiência da empresa em fabricar produtos que atendam melhor às necessidades e aos desejos dos consumidores.

A capacidade de estabelecer relações adequadas com os fornecedores é de responsabilidade e controle da administração de cada empresa de um setor, tratando-se de uma vantagem competitiva com relação às concorrentes.

Assim, o direcionador "relações com fornecedores" atua com maior intensidade no que diz respeito à posição competitiva da empresa no setor, podendo influir na margem operacional, no crescimento das vendas e nos investimentos em capital de giro.

Quadro 15. Previsão da importância do direcionador "relações com fornecedores" no valor da empresa

Finanças corporativas	Alta importância pelo fato de ser um fator inerente à empresa e que a diferencia dos concorrentes.
Fusões e aquisições	Alta importância pela forte influência das ligações entre os controladores de duas empresas exercida ao serem estabelecidas relações de fornecimento e pelo fato de a atratividade de uma integração vertical entre empresas com este tipo de relações.
Administração de carteiras	Baixa importância pelo fato de os investimentos desses agentes, por terem alta liquidez, permitirem o reposicionamento dos investimentos entre fornecedores e clientes.

11.10 Eficiência tecnológica do processo de produção

O processo de produção compreende a conversão da matéria prima ou do produto semi-elaborado em produto pronto para o consumo.

Os custos de produção são impactados pelo tempo do ciclo de produção, pela existência de "gargalos" ou pela ocorrência de ociosidade na linha de produção. O atingimento de metas estabelecidas com custos reduzidos é função da tecnologia que a empresa possui. Tal tecnologia permite que seja atingido um determinado nível de produção com um custo mínimo.

O preço pago pelos consumidores em razão da adequada disponibilidade de compra e da qualidade do produto percebido pelos consumidores também reflete os efeitos do processo de produção.

Conseqüentemente, o direcionador "eficiência tecnológica no processo de produção" atua com mais intensidade na posição competitiva da empresa no setor e pode influir na margem operacional, no crescimento das vendas, nos investimentos em capital de giro e nos investimentos em ativo fixo.

Quadro 16. Previsão da importância do direcionador "eficiência tecnológica no processo de produção" no valor da empresa

Finanças corporativas	Alta importância pelo fato de ser um fator inerente que diferencia a empresa dos concorrentes.
Fusões e aquisições	Média importância já que, a menos que a eficiência alcançada seja de conhecimento exclusivo de uma empresa, pode ser reproduzido em concorrentes. De qualquer maneira, é um fator que aumenta o poder de barganha dos acionistas da empresa detentora da tecnologia sobre o potencial comprador da empresa.
Administração de carteiras	Média importância pois, dependendo da exclusividade sobre o conhecimento tecnológico, a empresa pode se proteger e controlar os efeitos de oscilações sistêmicas sobre seus resultados ao longo do tempo.

11.11 Eficiência no processo de distribuição

Distribuição é o grupo de atividades compreendidas entre a saída do produto da fábrica ou do escritório e o seu recebimento pelo cliente.

Os sistemas verticais de distribuição ocasionam conflitos entre empresas produtoras, intermediários e consumidores finais, fazendo com que a riqueza gerada na cadeia seja distribuída entre os agentes. A eficiência neste processo é definida por três critérios básicos (Scott, 1998): tempo de atendimento aos clientes, níveis de estoques necessários e custos unitários de distribuição. O sucesso de uma empresa na retenção da parcela da riqueza gerada na cadeia é uma vantagem competitiva sobre as

concorrentes. A habilidade de negociar e criar meios tecnológicos e mercadológicos é de responsabilidade e controle da administração da empresa.

Portanto, "eficiência no processo de distribuição" atua com mais intensidade na posição competitiva da empresa no setor e pode influir na margem operacional e nos investimentos em ativo fixo.

Quadro 17. Previsão da importância do direcionador "eficiência no processo de distribuição" no valor da empresa

Finanças Corporativas	Alta importância pelo fato de ser um fator inerente que diferencia a empresa dos concorrentes e inerente unicamente à empresa.
Fusões e aquisições	Alta importância pela forte influência das ligações entre os controladores de duas empresas em estabelecer relações de distribuição e pelo fato da atratividade de uma integração vertical entre empresas com tal relacionamento.
Administração de carteiras	Baixa importância pelo fato de que os investimentos desses agentes, por serem caracterizados por terem alta liquidez, podem ser reposicionados entre as empresas da cadeia de distribuição.

11.12 Posicionamento da marca

Conforme Scott (1998), marca é uma gama de atributos emocionais que condicionam a apreciação dos aspectos físicos do produto pelo consumidor.

A empresa passa a ter um fator diferenciador sobre seus concorrentes em determinado setor quando o posicionamento da marca ocasiona um preço-prêmio que os consumidores aceitam e pagam para adquirir o produto.

Conseqüentemente, "posicionamento da marca" é um direcionador que atua mais intensamente com relação a posição competitiva da empresa no setor e tem a capacidade de influir no crescimento das vendas.

Quadro 18. Previsão da importância do direcionador "posicionamento da marca" no valor da empresa

Finanças corporativas	Alta importância pelo fato de ser um fator inerente à empresa e que a diferencia dos concorrentes.
Fusões e aquisições	Alta importância pelo fato de que a fidelidade à marca é uma barreira de entrada a novos competidores, aumentando, assim, o poder de barganha dos acionistas frente aos potenciais compradores.
Administração de carteiras	Média importância pelo fato de que, apesar de a diversificação eliminar estes fatores, um investidor não poderá facilmente comprar ações de empresas atuantes no mesmo setor, com marca bem posicionada.

11.13 Capacidade de utilização de estratégias de promoções e preços

Para empresas atuantes em setores com produtos pouco diferenciados, nos quais os consumidores são sensíveis ao preço, a utilização de promoções é efetiva.

Essas estratégias levam, invariavelmente, a guerras de preços entre os concorrentes e a redução de margens operacionais para o setor como um todo. São especialmente viáveis no caso de empresas que gozam de vantagens competitivas em custos – permitidas pela utilização de tecnologia que viabiliza o atingimento de custos unitários mais baixos – que possibilitam reduzir a receita e, ainda assim, manter margens operacionais as quais facultem a criação ou manutenção do valor da empresa.

Conseqüentemente, o direcionador "capacidade de utilização de estratégias de promoções e preços" atua com mais intensidade na posição competitiva da empresa no setor, podendo influir na margem operacional e no crescimento das vendas.

Quadro 19. Previsão da importância do direcionador "capacidade de utilização de estratégias de promoções e preços" no valor da empresa

Finanças corporativas	Média importância pelo fato de que a única diferenciação obtida será o preço, o que fatalmente reduzirá a rentabilidade da empresa.
Fusões e aquisições	Alta importância pelo fato de que é uma vantagem competitiva em custos, viável apenas nos setores com produtos pouco diferenciados e, portanto, com margens operacionais baixas e com barreiras de entradas pouco sustentáveis. Esse aspecto leva à diminuição do poder de barganha dos acionistas sobre os potenciais compradores.
Administração de carteiras	Alta importância pelo fato de que as empresas de setores com lideranças competitivas baseadas em custos ao utilizarem promoções de preços, fazem com que o efeito da oscilação sistêmica sobre o fluxo de caixa tenha um efeito amortecedor sobre a criação de valor propiciada nos períodos de crescimento da atividade econômica.

11.14 Eficiência de estratégias de comercialização e prestação de serviços aos clientes

As forças de vendas e a prestação de serviços são responsáveis pelo sustento da base de clientes existentes e pela contribuição para a prospecção de novos clientes. Constituem, assim, barreiras para a entrada dos concorrentes. Essa estratégia tem a intenção de diferenciar o produto da empresa com relação à concorrência, obter parcelas maiores da riqueza gerada pela venda de seus produtos e serviços e cativar a lealdade dos consumidores. A habilidade em utilizar a estratégia de vendas e serviços aos clientes é inerente à administração da empresa.

Assim, o direcionador "estratégia de vendas e serviços aos clientes" atua mais intensamente com relação à posição competitiva da empresa no setor, tendo a capacidade de influir na margem operacional e no crescimento das vendas.

**Quadro 20. Previsão da importância do diretor
"estratégia de vendas e serviços aos clientes" no valor da empresa**

Finanças corporativas	Alta importância pelo fato de que é um fator inerente à empresa, diferenciando-a dos concorrentes.
Fusões e aquisições	Alta importância pelo fato de constituir barreiras de entrada e ser uma característica importante para a atratividade de uma integração vertical.
Administração de carteiras	Baixa importância pelo fato de haver a possibilidade de reposicionar os investimentos em empresas ao longo da cadeia de distribuição e atendimento ao cliente.

11.15 Capacidade de inovação da empresa

A capacidade de inovar tem influência direta na habilidade da empresa em recriar e criar os setores, permitindo o alcance de fontes de diferenciação dos produtos. A inovação atua modificando o tempo médio do ciclo de vida dos produtos da empresa, possibilitando ao inovador conseguir prêmios com relação ao preço pago pelos produtos dos concorrentes no setor.

Além disso, a inovação no processo produtivo pode trazer benefícios relativos ao custo unitário dos produtos, permitindo que as empresas adquiram vantagens competitivas em custos.

A capacidade de inovação é de responsabilidade e gerenciamento da administração da empresa e é viabilizada mediante manutenção de competências essenciais (Hamel & Prahalad, 1995) e investimentos em pesquisa e desenvolvimento.

Conseqüentemente, "capacidade de inovação" atua com mais intensidade na posição competitiva da empresa no setor, podendo influir também na margem operacional e no crescimento das vendas.

Quadro 21. Previsão da importância do direcionador "capacidade de inovação" no valor da empresa

Finanças corporativas	Alta importância pelo fato de que é um fator inerente à empresa que a diferencia dos concorrentes.
Fusões e aquisições	Alta importância pelo fato de se constituir em barreiras de entrada e aumentar o poder de barganha dos acionistas da empresa sobre os potenciais compradores.
Administração de carteiras	Alta importância pelo fato de haver a possibilidade de criação e recriação de setores, permitindo o alcance de novos padrões de exposições a fatores sistemáticos, sendo, adicionalmente, de difícil reposicionamento em razão da competência essencial para inovar ser única no setor.

11.16 Satisfação do cliente

O nível de satisfação do cliente influencia na sua lealdade à marca e é fator diferencial relativo aos concorrentes, propiciando a obtenção de um preço-prêmio com relação às empresas atuantes no mesmo setor e de uma elasticidade-preço favorável da demanda de seus produtos.

Assim, "satisfação do cliente" pode influir na margem operacional e no crescimento das vendas, além de atuar com mais intensidade na posição competitiva da empresa no setor.

Quadro 22. Previsão da importância do direcionador "satisfação do cliente" no valor da empresa

Finanças corporativas	Alta importância pelo fato de ser um fator que diferencia a empresa dos concorrentes, inerente unicamente à empresa.
Fusões e aquisições	Alta importância pelo fato de se constituir barreiras de entrada, aumentando o poder de barganha da empresa sobre seus potenciais compradores – os investimentos para superar esta barreira de entrada podem ser vultuosos.
Administração de carteiras	Média importância pelo fato de que um investidor reposiciona seu investimento em outra empresa no setor cuja base seja de clientes satisfeitos – esta outra empresa com certeza existirá.

11.17 Privilégio da atividade-fim da empresa na destinação de recursos orçamentários

As empresas que destinam a maior parte de seus recursos para sua atividade-fim, teoricamente alcançam melhores índices de competitividade num setor, pois tal situação implica melhores índices de retenção de profissionais competentes no setor, atraídos por remunerações e benefícios mais vantajosos. Essa concentração de competências essenciais atua na criação de valor percebido pelos consumidores dos produtos da empresa.

A política de remuneração e decisão de direcionamento de recursos é de responsabilidade da administração da empresa. Portanto, o direcionador "remuneração privilegiada para a atividade-fim da empresa", embora tenha a capacidade de influir na margem operacional e no crescimento das vendas, atua com mais intensidade na posição competitiva da empresa no setor.

Quadro 23. Previsão da importância do direcionador "remuneração privilegiada para a atividade-fim da empresa" no valor da empresa

Finanças corporativas	Alta importância por ser um fator que diferencia a empresa dos concorrentes, fatores estes cujo controle de decisão pertence à administração.
Fusões e aquisições	Baixa importância pelo fato de poder ser implementado sem dificuldades em outra empresa que atue no mesmo setor.
Administração de carteiras	Baixa importância pelo fato de que existe a possibilidade de reposicionar rapidamente os investimentos em empresas que adotem esta política.

11.18 Tecnologia da informação

Permite o aumento da comunicação interna e externa da empresa. O fluxo de informações torna-se concomitantemente mais seletivo e efetivo, resultando na melhoria da qualidade da comunicação interna, que facilita a integração e a eficiência

em todos as áreas da empresa. A implementação de uma tecnologia de informação adequada é responsabilidade da administração da empresa.

Assim, "tecnologia da informação" atua com maior intensidade na posição competitiva da empresa com relação ao setor, e tem a capacidade de influir na margem operacional, no crescimento das vendas e nos investimentos em capital de giro e em ativo fixo.

Quadro 24. Previsão da importância do direcionador "tecnologia da informação" no valor da empresa

Finanças corporativas	Alta importância pelo fato de ser um fator controlado pela administração, que diferencia a empresa dos concorrentes
Fusões e aquisições	Média importância por poder se constituir em vantagem competitiva em razão do ambiente cultural propício exigido para o sucesso da sua implementação em empresas concorrentes.
Administração de carteiras	Baixa importância pelo fato de haver a possibilidade de reposicionamento rápido dos investimentos em empresas que adotam esta prática.

11.19 Relações com o governo e os agentes externos

A capacidade da administração da empresa de influenciar políticas de outras entidades externas e governamentais constitui externalidades que afetam a empresa, ou a seu setor de atuação, ou unicamente a empresa. Tais externalidades, positivas ou negativas, afetam o valor da empresa e podem ser de implementação tanto da administração quanto dos controladores.

Conseqüentemente, o direcionador "relações com o governo ou com agentes externos" pode atuar tanto na posição competitiva da empresa quanto na atratividade da indústria, e também influir na margem operacional, no crescimento das vendas e na taxa de impostos.

Quadro 25. Previsão da importância do diretorador "relações com o governo ou com agentes externos" no valor da empresa

Finanças corporativas	Média importância , pois é um fator que pode ser de responsabilidade da administração e impactar o setor como um todo.
Fusões e aquisições	Média importância pelo fato de poder ser fonte de externalidades que agreguem valor a outras empresas do mesmo acionista controlador.
Administração de carteiras	Média importância por causar impacto sobre os efeitos das variações sistêmicas sobre o valor da empresa – mediante política de influências junto a agentes governamentais e externos –, e pelo fato de não se constituir em vantagem competitiva sustentável num mercado sem restrições, apesar de poder ser benéfica no curto prazo (Porter, 1993).

11.20 Liquidez das ações

A existência de custos associados à falta de liquidez faz com que os investidores exijam retornos maiores para ativos pouco líquidos. A decisão de propiciar liquidez para as ações é da administração da empresa, visando a reduzir o retorno requerido pelos acionistas e, em consequência, diminuir o custo de capital.

Portanto, "liquidez das ações" atua na posição da empresa com relação à concorrência, para ocupar espaço na carteira dos investidores, podendo, adicionalmente, influir no custo de capital.

Quadro 26. Previsão da importância do diretorador "liquidez das ações" no valor da empresa

Finanças corporativas	Média importância porque apesar de ser um fator controlado e de responsabilidade da administração, causa variação na posição competitiva da empresa com relação apenas ao custo de capital.
Fusões e aquisições	Média importância pelo fato de se constituir em vantagem competitiva no âmbito financeiro, sem influenciar as barreiras de entrada – o poder de barganha dos acionistas é menor nesta situação.
Administração de carteiras	Alta importância , pois a redução dos custos de falta de liquidez das ações dos acionistas minoritários permite a diversificação eficiente de suas carteiras.

11.21 Política de dividendos

A ocorrência de um nível ótimo de capital de terceiros, no qual o custo médio ponderado de capital da empresa é mínimo, a existência de “nichos” de investidores com preferência por um padrão de recebimento de dividendos – o chamado “efeito clientela” – e o nível de informação alcançado pelos agentes do mercado sobre a política de investimentos da empresa e, conseqüentemente, sobre a existência de novos projetos, fazem com que a política de dividendos adotada seja relevante para determinar o valor de uma empresa, principalmente para investidores que não detêm o seu controle.

Portanto, o direcionador “política de dividendos” contribui para a posição competitiva da empresa com relação à concorrência na ocupação do espaço na carteira dos investidores, podendo, também, influir no custo de capital.

Quadro 27. Previsão da importância do direcionador “política de dividendos” no valor da empresa

Finanças Corporativas	Média importância , pois, apesar de ser um fator controlado e de responsabilidade da administração, causa variação somente na posição competitiva da empresa com relação ao custo de capital.
Fusões e aquisições	Média importância pelo fato de constituir vantagem competitiva apenas no âmbito financeiro e não influenciar nas barreiras de entrada – o poder de barganha dos acionistas é menor nesta situação.
Administração de carteiras	Alta importância pelo fato de reduzir a assimetria informacional e proporcionar maiores possibilidades de diversificação nas carteiras de investimentos dos acionistas minoritários.

11.22 Relações com o mercado de capitais

O *National Investor Relations Institute*¹, responsável pela comunicação entre a administração das empresas, os acionistas, os analistas de investimentos e outros financistas, definiu a expressão “relação com investidores” como a “Atividade estratégica de marketing, combinando as disciplinas de comunicação e finanças, que provê a atuais e potenciais investidores uma posição acurada do desempenho atual e expectativas futuras da empresa. Conduzida efetivamente, as relações com os investidores podem ter um efeito positivo no valor da empresa relativo ao total do valor de mercado de todas as empresas e no custo de capital da empresa” (AIMR, 1996: 228).

A atividade de relações com os investidores visa a reduzir a assimetria informacional entre a administração da empresa e os acionistas, permitindo que seja minimizada a apreensão do investidor em negociar as ações, tendo impacto na sua liquidez e no nível de risco associado com as expectativas dos agentes do mercado.

Assim, o direcionador “relações com os investidores” atua com relação à posição competitiva da empresa frente à concorrência para ocupar espaço na carteira dos investidores, influenciando também no custo de capital.

Quadro 28. Previsão da importância do direcionador “relações com o mercado de capitais” no valor da empresa

Finanças corporativas	Média importância , pois apesar de ser um fator controlado e de responsabilidade da administração, causa variação apenas na posição competitiva da empresa com relação ao custo de capital.
Fusões e aquisições	Média importância pelo fato de constituir vantagem competitiva apenas no âmbito financeiro e não influenciar nas barreiras de entrada (o poder de barganha dos acionistas é menor nesta situação).
Administração de carteiras	Alta importância por reduzir a assimetria informacional e a apreensão do investidor.

¹ Associação internacional de consultores em relações com investidores e administradores profissionais, fundada em 1969, sediada em Viena, Áustria.

11.23 Reputação dos administradores e dos controladores

Os agentes de mercado avaliam a conduta dos administradores no tocante a fatos que envolvam desonestidade, as atitudes que contribuam para denegrir sua imagem pessoal e a da organização por ele representada, ou a acontecimentos nos quais o administrador seja conivente com qualquer ato que se reflita negativamente sobre sua credibilidade ou competência profissional. Tais condutas refletem-se diretamente no nível de apreensão do investidor em participar do capital da empresa na qual esses administradores profissionais estejam prestando serviços, impactando a liquidez das ações e o nível de risco associado com as expectativas dos agentes do mercado.

Logo, o indicador “reputação dos administradores e dos controladores”, além de influir no custo de capital, atua na posição competitiva da empresa com relação à concorrência para ocupar espaço na carteira dos investidores.

**Quadro 29. Previsão da importância do diretor
"reputação dos administradores e dos controladores" no valor da empresa**

Finanças corporativas	Média importância , pois apesar de ser um fator controlado e de responsabilidade da administração da empresa, causa variação apenas sua na posição competitiva com relação ao custo de capital..
Fusões e aquisições	Alta importância pelo fato de ser relevante para aumentar a credibilidade da empresa avaliada, reduzindo a apreensão dos investidores.
Administração de carteiras	Alta importância pelo fato de reduzir a apreensão dos investidores.

11.24 Sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações no preço e quantidade dos produtos vendidos e ao custo dos insumos

O nível de alavancagem operacional a que está sujeita a empresa é função de:

- ↳ característica da demanda dos produtos e serviços da empresa com relação à elasticidade-cruzada de preços entre vários bens na economia – a propensão de um agente em substituir o consumo de produtos e serviços da empresa por outros que satisfaçam à mesma necessidade em razão de variações no ambiente macroeconômico, tendo em vista suas restrições de renda.
- ↳ comportamento dos preços dos insumos utilizados no processo produtivo relativo ao ambiente macroeconômico – o comportamento dos custos dos insumos utilizados para a fabricação de produtos ou serviços da empresa com relação às oscilações sistêmicas.
- ↳ estrutura de custos fixos e variáveis da empresa – o nível de custos fixos em que a empresa trabalha influi na alavancagem operacional às quais os seus fluxos de caixa estão expostos.

A alavancagem operacional é um dos determinantes do nível de exposição da empresa ao risco sistemático da economia, sendo determinante da rentabilidade requerida pelo acionista e, conseqüentemente, da riqueza disponível para distribuição aos empregados.

Portanto, o direcionador “sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações da demanda” atua com mais intensidade na posição competitiva da empresa relativa ao setor, e na definição do setor no qual a companhia está atuando, tendo em vista o processo de decisão de formação de carteiras pelos investidores. O desempenho deste direcionador pode influir na margem operacional e no custo de capital.

**Quadro 30. Previsão da importância do direcionador
"sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações da demanda" no valor da empresa**

Finanças corporativas	Média importância pelo fato de que, apesar de as oscilações sistêmicas afetarem todas as empresas de um setor, a administração da organização pode implementar ações para proteção contra estas oscilações.
Fusões e aquisições	Alta importância pela possibilidade de diversificação ineficiente da carteira de investimentos do acionista controlador.
Administração de carteiras	Alta importância porque a sensibilidade do valor da empresa às oscilações sistêmicas é objeto de análise para a diversificação do acionista.

11.25 Sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações no custo da dívida

Sendo um custo fixo, o custo da dívida ao qual uma empresa pode ser exposta é função do resultado operacional gerado. Dessa forma, ele está estreitamente relacionado com a capacidade da empresa em gerar resultados operacionais, já que influi na percepção de risco da empresa pelos credores.

A alavancagem financeira, similarmente à operacional, é um dos determinantes do nível de exposição da empresa ao risco sistemático da economia, sendo determinadora da rentabilidade requerida pelo acionista e, conseqüentemente, da riqueza da empresa disponível para os empregados (Sousa & Almeida, 1999).

Portanto, "sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações do custo da dívida" influencia com maior intensidade a definição do setor em que a organização está atuando e a posição competitiva relativa da empresa, considerando-se o processo de decisão de formação de carteiras pelos investidores. O desempenho deste direcionador também influi na taxa de impostos e no custo de capital.

Quadro 31. Previsão da importância do direcionador "sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações do custo da dívida" no valor da empresa

Finanças corporativas	Média importância , pois apesar de as oscilações sistêmicas afetarem todas as empresas de um setor, a administração da empresa pode implementar ações contra estas oscilações.
Fusões e aquisições	Alta importância pela possível ineficiência na diversificação da carteira de investimentos do acionista controlador.
Administração de carteiras	Alta importância pelo fato da sensibilidade do valor da empresa às oscilações sistêmicas ser objeto de análise pelo acionista para a diversificação.

11.26 Lucro por ação atual

O lucro, indicativo do nível de produção e de investimentos no curto prazo, consiste na diferença entre receitas e custos de um determinado período.

Pela possível existência de diferenças entre os níveis de produção e investimentos que maximizam os retornos no curto e longo prazos, as possibilidades do lucro por ação constituem importante direcionador do valor da empresa. Tais possibilidades restringem-se a determinadas situações, entre elas, políticas de remuneração baseadas no lucro. Os administradores profissionais podem ser remunerados em função do lucro, o que incentiva a adoção de medidas de curto prazo, em detrimento do objetivo da administração financeira de maximizar o valor da empresa.

- ↳ Efeito informacional: o lucro por ação é um indicador de fácil apuração, e permite a comparação com as expectativas de longo prazo dos agentes, traduzidas para o curto prazo, ou seja, uma meta de curto prazo para propiciar uma estimativa de longo prazo.
- ↳ Dissonância cognitiva dos agentes: o desconhecimento pelos investidores da diferença entre lucros de curto e de longo prazos – a possibilidade de ocorrência deste evento é remota, dado o nível de profissionalização que há entre os agentes.

Portanto, a atuação do direcionador “lucro por ação” é maior no que diz respeito à posição competitiva da empresa no setor.

Quadro 32. Previsão da importância do direcionador “lucro por ação” no valor da empresa

Finanças corporativas	Alta importância pelo fato de ser um indicador que influi na remuneração dos administradores, utilizado para gerenciar o valor da empresa.
Fusões e aquisições	Alta importância por ser um indicador utilizado para sinalizar o valor da empresa.
Administração de carteiras	Alta importância pelo fato de ser um indicador utilizado para monitorar o valor da empresa e comparar as expectativas dos investidores com o que foi efetivamente realizado.

12.27 Políticas para evitar problemas de ordem social, racial, cultural ou ecológica

As externalidades decorrentes de ações que causem custos a outros agentes podem se refletir no preço ou na quantidade vendida dos produtos ou serviços da empresa, de maneira positiva ou negativa (oferecendo benefícios marginais a agentes externos ou impondo custos adicionais a eles, respectivamente). Este efeito ocasiona a ocorrência de riquezas passíveis de serem transferidas ou retiradas da empresa, caso em que a atuação dos agentes externos é materializada mediante subsídios financeiros ou reações do mercado consumidor ou fornecedor.

Logo, o direcionador, "políticas de cunho cultural, social, racial ou ecológico" pode atuar tanto na posição competitiva da empresa quanto na atratividade da indústria, e também influir na margem operacional, no crescimento das vendas, no custo de capital e nos investimentos em capital fixo.

Quadro 33. Previsão da importância do direcionador "políticas de cunho cultural, social, racial ou ecológico" no valor da empresa

Finanças corporativas	Alta importância pelo fato de que pode ser um fator diferenciador da empresa com relação aos concorrentes e, no caso de uma externalidade negativa, colaborar para a formação da imagem dos administradores no mercado.
Fusões e aquisições	Média importância por colaborar para a formação da imagem dos controladores no mercado, com um efeito menor do que para os administradores profissionais no caso de uma externalidade negativa.
Administração de carteiras	Baixa importância por haver a possibilidade de reposicionar os investimentos em empresas que adotam práticas que geram externalidades positivas e devido ao fato de a responsabilidade pelas decisões não recair sobre o acionista minoritário, que é anônimo.

11.28 Estabilidade do controle gerencial

A perspectiva de estabilidade do controle gerencial pode ter impacto sobre o estímulo para implementar mudanças que melhorem a posição competitiva da empresa por parte dos agentes contratados como representantes dos acionistas .

Por outro lado, a possibilidade de mudanças nos acordos implementados pelos concorrentes no setor é um fator que impacta o equilíbrio no mercado, afetando todas as empresas concorrentes.

Conseqüentemente, o indicador “estabilidade no controle gerencial” pode atuar tanto na posição competitiva da empresa quanto na atratividade da indústria, e também influir na margem operacional, no crescimento das vendas e no custo de capital.

Quadro 34. Previsão da importância do direcionador "estabilidade no controle gerencial" no valor da empresa

Finanças corporativas	Leve importância pelo fato de não ser controlável pelos administradores.
Fusões e aquisições	Leve importância pois o objetivo de avaliações para fusões e aquisições pressupõe a troca do controle gerencial.
Administração de carteiras	Alta importância pelo fato de ser a estrutura do controle acionário da empresa a determinante da possibilidade do administrador de carteiras influenciar no seu controle gerencial.

12. Limitações do método

Quanto aos resultados obtidos, devem ser levadas em consideração as possíveis limitações existentes no método utilizado.

-
- ↳ A ação do agente pode ser diferente da pressuposição indicada nos resultados. Como foram pesquisadas atitudes, deve ser considerado que “Não há um relacionamento direto entre atitudes e comportamento, e por isso é preciso ser cauteloso na tomada de decisões quanto a assumir que esse relacionamento existe” (Mattar, 1994: 207).
 - ↳ As avaliações individuais sobre o que seja **leve, baixa, média** ou **alta** importância podem ser diferentes – este efeito foi minimizado pela introdução de um *feedback* ao respondente sobre a qual grau correspondia sua avaliação.
 - ↳ As características individuais dos profissionais podem suplantar as características dos investidores para os quais ele trabalha.
 - ↳ A impossibilidade de se estabelecer uma amostra probabilística faz com que as estimativas possam ser imprecisas na determinação da preferência da população.

Capítulo V

ANÁLISE DOS PARÂMETROS OBJETO DE ESTUDO

A importância dos direcionadores para cada grupo de avaliadores foi fundamentada a partir de fatores-chave, os quais, segundo a revisão bibliográfica e as análises do pesquisador são relevantes para cada um dos grupos. As perguntas às quais os respondentes foram submetidos foram atreladas a análises feitas através destes fatores-chave, que estão explicitados no anexo 3.

Assim, a análise da aderência dos resultados obtidos aos resultados esperados, que fazem parte do anexo 1, levam em conta as pressuposições sobre a importância dos seguintes fatores-chave para cada grupo de avaliadores de empresas:

1. Para a administração de carteiras

Os direcionadores-chave para influenciar no preço das ações para os acionistas minoritários foram atribuídos a:

- ↳ **oscilações sistêmicas:** o único risco que importa para os acionistas com pequenas participações está relacionado com a oscilação dos resultados em virtude de oscilações sistêmicas (principalmente macroeconômicas).
- ↳ **Possibilidade de diversificação:** o direcionador de valor é obtido mediante compra de participações em outras empresas, fazendo com que o risco próprio atribuído ao direcionador seja irrelevante para os acionistas minoritários.
- ↳ **Assimetria informacional:** os acionistas minoritários, em virtude do acesso imediato e com acurácia a informações sobre o direcionador de valor avaliado, tendem a dar a ele importâncias diferentes.
- ↳ **Estrutura do controle acionário:** a possibilidade de ocorrência de conflitos de agência é função de como o controle acionário da empresa está distribuído entre os diversos acionistas.

2. Para fusões e aquisições

- ↳ **Poder de barganha dos acionistas das empresas:** o poder do diretor em ocasionar uma vantagem competitiva da empresa frente aos concorrentes influi no poder de barganha do proprietário ou de outros acionistas na negociação das participações acionárias.
- ↳ **Benefícios dos efeitos sinérgicos:** a ocorrência de diretores que sejam complementares em outras indústrias beneficiam a combinação de atividades entre empresas de propriedade do mesmo acionista, fazendo com que a existência de tais efeitos por meio de diretores levem à atribuição de importâncias diferentes.
- ↳ **Imagem do controlador:** a reputação do proprietário, ou acionista controlador, no mercado está relacionada a diretores de valor que são incentivados ou desestimulados.
- ↳ **Possibilidade de diversificação:** o diretor de valor é obtido mediante compra de participações em outras empresas, fazendo com que o risco a ele atribuído possa ser irrelevante, tanto para o acionista minoritário quanto para o majoritário.
- ↳ **Assimetria informacional:** a incerteza sobre o desempenho da empresa afeta o custo de capital.

3. Para finanças corporativas

- ↳ **Fator diferenciador dos concorrentes:** significa a origem da vantagem competitiva num setor, ocasionada pela atuação diferenciada dos funcionários da empresa.
- ↳ **Proteção do fluxo de caixa da empresa:** é de vital importância para os administradores profissionais, que têm limitadas possibilidades de diversificação.

- ↳ **Assimetria informacional:** a incerteza sobre o desempenho da empresa afeta o custo de capital.
- ↳ **Imagem pessoal perante o mercado:** afeta a possibilidade de recolocação em outras empresas.
- ↳ **Controlabilidade do direcionador pela administração:** são fatores diversificáveis pelo acionista (sendo irrelevante para estes) e que necessitam de incentivos para serem aprimorados pela empresa na tentativa de obter vantagens competitivas num setor.

Capítulo VI
CONSIDERAÇÕES FINAIS

As considerações finais contemplam o pressuposto assumido no trabalho, de que os avaliadores contratados pelos investidores atuam como seus representantes.

Foi rejeitada a hipótese de que a média representativa das importâncias atribuídas pelo três grupos de avaliadores de empresas é igual para dois direcionadores de valor:

- ↳ concentração de mercado;
- ↳ existência de barreiras de entrada e de saída no setor.

1. Divergências com relação à concentração de mercado

Verificou-se, com 5% de significância, que há diferenças entre as importâncias atribuídas pelos avaliadores para finanças corporativas e as atribuídas pelos avaliadores para fusões e aquisições e para administração de carteiras.

Tabela 4 Teste não paramétrico e análise da variância: concentração de mercado¹.

Teste Não Paramétrico		Análise da Variância	
H crítico	H estimado	F crítico	F estimado
5,99	11,69	3,28	7,89

Tabela 5¹. Teste de Mann-Whitney: concentração de mercado

Teste de Mann-Whitney	Z padronizado	Z calculado
Entre administração de carteiras e fusões e aquisições	1,645	1,589
Entre administradores de carteiras e finanças corporativas	1,645	4,808
Entre fusões e aquisições e finanças corporativas	1,645	3,439

¹ As estatísticas críticas indicam os máximos valores que os parâmetros H (da distribuição Qui-quadrado), F (da distribuição F de Snedocor) e Z (da distribuição normal padronizada) podem assumir para situar as estatísticas calculadas dentro da região de aceitação da hipótese nula, conforme itens 10.1 e 10.2.

Tabela 6. Teste de Scheffé: concentração de mercado²

Teste de Scheffé	Parâmetros do teste	Diferenças entre as médias
Entre administração de carteiras e fusões e aquisições	1,877	1,378
Entre administradores de carteiras e finanças corporativas	1,727	1,276
Entre fusões e aquisições e finanças corporativas	1,727	2,654

Tal verificação corrobora a previsão de que a concentração de mercado, ou o número de empresas com participação relevante no setor em relação ao seu tamanho, influi na exposição da empresa a fatores sistêmicos e no poder de barganha dos acionistas das empresas avaliadas sobre os potenciais compradores. Corrobora também que, do ponto de vista do planejamento para finanças corporativas, esses elementos não têm importância tão relevante quanto as atribuídas por acionistas majoritários e acionistas minoritários.

Essa inferência fora pressuposta com base na importância que a estrutura de mercado na qual a empresa avaliada atua tem em:

↳ influenciar na exposição do fluxo de caixa da empresa às oscilações da atividade econômica. Este é um direcionador da estratégia de investimentos em ações, já que a expectativa dos administradores de carteira acerca do comportamento da economia os faz posicionar seus investimentos em ativos que estejam favoravelmente expostos às tendências esperadas. Dessa forma, a estrutura de mercado concentrada atua expondo a empresa às variações macroeconômicas de forma positiva (com perspectivas de captar todo o efeito benéfico de um crescimento econômico e de se proteger, pela competição oligopolizada, nos períodos de queda da atividade econômica;

² Conclui-se que há diferença entre as médias se tal diferença for maior do que o parâmetro do teste, conforme explicado no item 10.3.

↳ influenciar no poder de barganha dos acionistas das empresas avaliadas sobre os potenciais compradores de suas empresas;

O número de empresas disponíveis é importante fator para a definição de oportunidades que os potenciais compradores das empresas avaliadas têm para adquirir aquela desejada. A estrutura de mercado é então fator relevante para determinar a existência de muitas ou poucas oportunidades de aquisição de empresas por parte dos potenciais compradores.

Por outro lado, a estrutura de mercado fora prevista como irrelevante para os gestores corporativos pela falta de acesso a informações sobre a intenção de serem implementadas fusões ou aquisições visando a melhorar as vantagens competitivas da empresa resultante em variados direcionadores (que são objeto de negociação). Dessa forma, é impraticável proceder-se a um planejamento objetivando implementar ações que melhorem a posição competitiva da empresa com relação a um ou mais direcionadores. Tal procedimento acarretaria o aumento do preço-justo numa fusão ou aquisição. Assim, o planejamento financeiro é implementado como se a empresa estivesse em marcha e em continuidade tal como é.

Tendo em vista os sistemas de remuneração variável contemplarem um custo de oportunidade representativo do risco ao qual o acionista está exposto, e pelo qual ele exige uma remuneração, as oportunidades de ganhos para os gestores corporativos estão restritas ao resultado obtido em comparação com o dos concorrentes (o mesmo princípio do *EVA - Economic Value Added*). Pode-se supor que há ausência de estímulo para a implementação de ações que concentrem o mercado em poucos concorrentes, pelo fato de que a concentração de mercado é direcionadora do risco sistemático ao qual o fluxo de caixa da empresa está exposto. A ausência deste estímulo restringe as ações da empresa quanto a melhorias na posição competitiva, o que, no longo prazo, poderia levar à concentração de mercado. A justificativa para a menor importância da concentração de mercado sobre a formação do valor da empresa

para os gestores corporativos pode residir no que foi exposto nas explicações retromencionadas.

2. Divergências em relação à existência de barreiras de entrada e de saída ao setor

A diferença entre as importâncias atribuídas por avaliadores para gestão corporativa e avaliadores para fusões e aquisições fora prevista em função do poder que a existência de barreiras de entrada e de saída tem em influir nas decisões de potenciais concorrentes para fazer parte de um setor com tais características. Um setor com ambas as barreiras tende a ter poucos participantes, o que impacta na concentração de mercado e faz com que a mesma análise feita para a importância da concentração de mercado entre esses dois agentes seja aplicável ao direcionador "existência de barreiras de entrada e de saída no setor".

**Tabela 7. Teste não-paramétrico e análise da variância³:
existência de barreiras de entrada e de saída ao setor**

Teste Não Paramétrico		Análise da Variância	
H crítico	H estimado	F crítico	F estimado
5,99	5,96	3,32	3,86

³ As estatísticas críticas indicam os máximos valores que os parâmetros H (da distribuição Qui-quadrado), F (da distribuição F de Snedocor) podem assumir para situar as estatísticas calculadas dentro da região de aceitação da hipótese nula, conforme itens 10.1 e 10.2.

Tabela 8. Teste de Scheffé⁴: existência de barreiras de entrada e de saída ao setor

Teste de Scheffé	Parâmetros do teste	Diferença entre as médias
Entre administração de carteiras e fusões e aquisições	2,081	0,666
Entre administradores de carteiras e finanças corporativas	1,914	1,321
Entre fusões e aquisições e finanças corporativas	1,914	1,987

3. Quanto aos objetivos secundários da pesquisa

3.1 Preços diferentes entre investidores

Como não foi possível concluir, com os testes estatísticos implementados, diferenças de importâncias entre direcionadores de valor por avaliadores para fusões e aquisições e para administradores de carteira, não foi possível também fundamentar as causas de eventuais ocorrências de pagamento de preços diferentes entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Tal impossibilidade ocorreu devido à não comprovação estatística de que os representantes dos acionistas majoritários e dos minoritários têm divergências em relação à importância atribuída aos direcionadores de valor.

3.2 Hipótese de expectativas homogêneas

A hipótese de expectativas homogêneas entre os agentes de mercado não foi rejeitada, uma vez que não foi possível concluir, com 5% de significância, haver diferenças de importâncias entre os avaliadores que efetivamente representam os

⁴ Conclui-se que há diferença entre as médias se tal diferença for maior do que o parâmetro do teste, conforme explicado no item 10.3.

investidores em suas decisões de compra e venda, que são os avaliadores para administração de carteiras e os avaliadores para fusões e aquisições. Assim, o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) não foi refutado como modelo de mensuração do retorno exigido pelo acionista, visto que apenas estes dois tipos de avaliadores podem ser caracterizados como investidores.

A existência de expectativas heterogêneas apenas entre os gestores corporativos e os investidores com relação à concentração de mercado e à existência de barreiras de entrada e de saída no setor confirmam o CAPM como provedor da medida da taxa de desconto para a apuração do valor a ser distribuído aos empregados como remuneração variável baseada no valor da empresa, já que o modelo provê a base para a remuneração dos acionistas, que têm expectativas homogêneas, conforme discutido no parágrafo acima deste item.

3.3 Função de maximização do valor da empresa

Devido à existência de expectativas heterogêneas entre administradores profissionais e investidores com relação à concentração de mercado e à existência de barreiras de entrada e de saída no setor, conforme os resultados dos testes apresentados nos itens 1 e 2 deste capítulo, pode-se afirmar que o ambiente externo é monitorado inadequadamente pelos administradores profissionais, na função de maximizar a riqueza dos proprietários das empresas que administram. As ações implementadas no ambiente externo são as relacionadas com a concentração de mercado. Tal constatação leva a crer que os administradores tomam ações que não atingem a maximização do valor da empresa.

3.4 Parâmetros de atuação dos investidores e administradores profissionais

A atuação dos investidores e administradores profissionais com relação aos fatores-chave utilizados para formular as hipóteses da pesquisa estão demonstrados e comentados graficamente no anexo 1 e foram baseados nos parâmetros apresentados no capítulo V. Os parâmetros que serviram de base para as constatações contidas no anexo 1 e para a elaboração do questionário estão identificados no anexo 3, correspondendo aos parâmetros objeto de estudo constantes no capítulo 5.

Quadro 35 - Resumo das considerações finais

Objetivo da Pesquisa	Consideração Final
Detectar divergências sobre as importâncias atribuídas pelos agentes aos direcionadores de valor, o que levaria a conflitos de interesses no processo decisório	Há divergências entre administradores profissionais e investidores em relação à importância de atuar em mercado concentrado e atuar em setor com barreiras de entrada e de saída
Fundamentar a existência de preços diferentes para tipos diferentes de ações	Não foi possível fundamentar as razões que levam a ocorrer estas diferenças
Questionar a hipótese de expectativas homogêneas	Não foi possível refutar a hipótese de expectativas homogêneas, já que não foi possível concluir que há divergências entre as preferências dos acionistas majoritários e dos acionistas minoritários
Verificação das prioridades de monitoramento dos ambientes externos e internos dos administradores profissionais	Há um monitoramento adequado do ambiente externo à empresa, suportado pela divergência de importâncias atribuídas entre administradores profissionais e investidores com relação à importância da concentração de mercado
Descrição das características preferidas pelos investidores e os parâmetros de atuação dos administradores profissionais	Constantes no anexo 1

5. Sugestões para pesquisas posteriores

O assunto tratado nesta investigação, por ser exploratório, abre espaço para várias outras pesquisas relacionadas tanto com o campo da contabilidade gerencial, quanto com o de análise de investimentos.

Os modelos de remuneração variável de funcionários podem ter como base a contribuição de cada direcionador de valor sob suas responsabilidades para a formação do valor da empresa, restando a questão de qual seria a métrica e a magnitude dessa influência. Definidos tais aspectos, será possível estabelecer critérios para a remuneração baseados no valor da empresa. Tal implementação certamente utilizará instrumentos de análise quantitativa.

As pesquisas sobre as origens dos conflitos entre os agentes dentro das organizações podem contemplar o efeito das ações de cada funcionário sobre a sua remuneração em comparação com o que seria ideal para representar o real efeito sobre o valor da empresa. Esses conflitos podem ser verificados facilmente em empresas com preços de transferência entre departamentos fixados ineficientemente.

As pesquisas sobre a evolução do mercado de capitais no Brasil podem ser realizadas tendo em vista o fortalecimento da economia real, mediante políticas que incentivem a divulgação de indicadores gerenciais que reflitam os direcionadores valorizados pelos investidores e confrontem os direcionadores para certificar a não-existência de conflitos entre os agentes, sejam eles acionistas minoritários, majoritários ou administradores profissionais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

-
- AMIHUD, Y. & MENDELSON, H. Liquidity, asset prices and financial policy. *Financial Analysts Journal*, EUA, p. 56-66, nov./dez. 1991.
- ANTHONY, R.N. & HERZLINGER, R.E. *Management Control in Nonprofit Organizations*, 4ª ed., EUA: Richard D. Irwin, Inc. 1977.
- BASTOS, L.R. *et al.* *Manual para elaboração de projetos e relatórios de pesquisa, teses, dissertações e monografias*, 4ª ed.. Rio de Janeiro: LTC, 1995.
- BREALEY, R.A. & MYERS, S.C. *Princípios de finanças empresariais*. Portugal: McGraw Hill de Portugal. 1996.
- BRUNI, A.L. *Risco, retorno e equilíbrio: uma análise do modelo de precificação de ativos financeiros na avaliação de ações negociadas na Bovespa (1988-1996)*. São Paulo, 1998. Dissertação (mestrado), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- BRUNI, A.L. & FAMÁ, R. Moderna teoria dos portfólios: é possível captar, na prática, os benefícios decorrentes de sua utilização? *Resenha BM&F*, São Paulo, n. 128, p. 19-34, nov./dez. 1998.
- COPELAND, T.E.; KOLLER, T & MURRIN, J. *Measuring and managing the value of companies*, 2ª ed. John Wiley & Sons, 1996.
- COPELAND, T.E. & WESTON, J.F. *Financial theory and corporate policy*, 3ª ed. EUA: Addison Weley Publishing Company, 1988.
- DAMODARAN, A. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- FONSECA, J.S. & MARTINS, G.A. *Curso de Estatística*, 6ª ed. São Paulo: Atlas, 1996.

-
- FREZATTI, F. Valor da empresa: avaliação de ativos pela abordagem do resultado econômico residual. *Caderno de Estudos*, São Paulo, v. 10, n. 19, p. 57-69, set./dez. 1998.
- GITMAN, L.J. *Princípios de administração financeira*, 7^a ed. São Paulo: Harbra, 1997.
- GODOY, A.S. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 35, n. 2, p. 57-63, mar./abr. 1995a.
- _____. Pesquisa qualitativa-tipos fundamentais. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 35, n. 3, p. 20-29, maio/jun. 1995b.
- GOULART, L.; BRASIL, H.V. & ARRUDA, C.A. Internacionalização de empresas brasileiras: motivações e alternativas. In: Fundação Dom Cabral (org.). *Internacionalização de empresas brasileiras*. Rio de Janeiro: Qualitymark, p. 21-33, 1996.
- HAMEL, G. & PRAHALAD, C.K. *Competindo pelo futuro: estratégias inovadoras para obter o controle do seu setor e criar os mercados de amanhã*. Rio de Janeiro, Campus, 1995.
- HARRINGTON, D.R. *Modern portfolio theory and the capital asset pricing model: a user's guide*, 2^a ed. EUA: Prentice Hall, Inc., 1987.
- HARRIS, M. & RAVIV, A. The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, EUA, v. XLVI, Fascículo 1, p. 297-355, mar. 1991.
- HAUGEN, R.A. *Modern investment theory*, 3^a ed. EUA: Prentice Hall, Inc., 1993.
- IBRACON – Instituto Brasileiro dos Contadores. *Princípios contábeis*, 2^a ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- JENSEN, M.C. & MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, out. 1976.

-
- JORION, P. & KHOURY, J.S. *Financial risk management: domestic and international dimensions*. Cambridge: Blackwell Publishers, 1996.
- KOTLER, P. & ARMSTRONG, G. *Princípios de marketing*, 5ª ed. São Paulo: Prentice Hall do Brasil, 1993.
- KURTZMAN, J. *A morte do dinheiro: como a economia eletrônica desestabilizou os mercados mundiais e criou o caos financeiro*. São Paulo: Atlas, 1995.
- LEITE, H.P. & SANVICENTE, A.Z. *Índice Bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros*. São Paulo: Atlas, 1995.
- MAGINN, J.L. & TUTTLE, D.L. (org.) *Managing investment portfolios: a dynamic process*, 2ª ed. EUA: Warren, Gorham & Lamont, 1990.
- MARTINS, G.A. & FONSECA, J.S. *Curso de estatística*, 6ª ed. São Paulo: Atlas, 1996.
- MATTAR, F.N. *Pesquisa de marketing*, São Paul: Atlas, 2ª edição, 1994.
- MATTAR, F.N. *et al.* Redação de documentos acadêmicos: conteúdo e forma. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 1, n. 3, p 31-66, 2º sem. 1996.
- MELLO, P.C. Mercado de capitais e desenvolvimento econômico. In: *Mercado de Capitais*, módulo do curso MBA Executivo-Finanças Empresariais, turma 4. São Paulo: FIA-FEA-USP, p. 1-5, set. 1998.
- MINTZBERG, H. & QUINN, J.B. *The strategy process: concepts, contexts, cases*, 3ª ed. EUA, Prentice Hall, 1996.
- MONOBE, M. *Contribuição à mensuração e contabilização do goodwill não adquirido*. São Paulo, 1986. Tese (doutorado), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- MOREIRA, D.A. (org.). *Didática do ensino superior: técnicas e tendências*. São Paulo: Pioneira, 1997.

-
- NATIONAL INVESTOR RELATIONS INSTITUTE. National investor relations institute task force on disclosure issues standards and guidance for disclosure. In: Association for Investment and Management Research (org.). *Standards of practice handbook*, 7^a ed. EUA: AIMR, p.228-239, 1996.
- PEREIRA, G.D.C.P. *Alienação do poder do controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995.
- PORTER, M. *A vantagem competitiva das nações*, 2^a ed. São Paulo: Campus, 1993.
- _____. *Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência*. São Paulo: Campus, 1986.
- _____. *Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior*. São Paulo: Campus, 1996.
- PYNDICK, R.S. & RUBINFELD, D.L. *Microeconomia*, 2^a ed. São Paulo: Makron Books, 1994.
- RAPPAPORT, A. *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*, 2^a ed. Nova Iorque: The Free Press, 1998.
- _____. New thinking on how to link executive pay with performance. *Harvard Business Review*, EUA, p. 91-101, mar./abr. 1999.
- REILLY, F.K. & BROWN, K.C. *Investment analysis and portfolio management*, 5^a ed. EUA: The Dryden Press, 1997.
- REIS, A.H.M.A.M. *Pesquisa qualitativa em marketing: uma visão crítica a respeito da utilização desta metodologia no Brasil, a partir do testemunho de clientes e usuários de São Paulo*. São Paulo, 1994. Dissertação (mestrado), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

-
- REMPUSHESK, V. NUR301- *Nursing research*. In: Notas de aula, turma 11. Rochester, EUA: Universidade de Rochester, 8 dez. 1997.
- ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W. & JAFFE, J.F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995.
- SANVICENTE, A.Z. & MINARDI, A.M.A.F. A liquidez é relevante no mercado de ações? *Resenha BM&F*, São Paulo, n. 128, p. 35-45, nov./dez. 1998.
- SANVICENTE, A.Z. & MELLAGI FILHO, A. *Mercado de capitais e estratégia de investimentos*. São Paulo: Atlas, 1988.
- SCOTT, M.C. *Value drivers: the manager's framework for identifying the drivers of corporate value creation*. EUA: John Wiley & Sons, 1998.
- SECURATO, J.R. *Decisões financeiras em condições de risco*. São Paulo: Atlas, 1995.
- SELLTIZ, C. *et alii*. *Métodos de pesquisa nas relações sociais*, 6^a ed. São Paulo: Edusp, 1975.
- SHARPE, W.F.; ALEXANDER, G.J. & BAILEY, J.V. *Fundamentals of investments*, 2^a ed. New Jersey: Prentice Hall, 1993.
- SOROS, G. *A alquimia das finanças*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1994.
- SOUSA, A.F. & ALMEIDA, R.J. Um modelo para integração dos direcionadores de valor de preferência para os agentes e para os investidores. In: CONGRESSO LATINO AMERICANO DE ESTRATÉGIA, 12, 26 a 28 de maio de 1999, São Paulo, Brasil. *Anais do Congresso Latino Americano de Estratégia: Estratégia e Planejamento Financeiro*, 1999.
- STEWART II, G.B. *The quest for value: the EVA management guide*. EUA: Harper Business, 1991.

**DEFINIÇÃO DOS TERMOS RELEVANTES
UTILIZADOS NO TRABALHO**

Ação: uma parcela do capital da empresa detido pelos sócios. O valor de uma ação, dessa forma, está relacionado com o valor da empresa.

Acionista: investidor que contrata um investidor profissional para avaliar e gerenciar investimentos.

Administrador profissional: agente responsável pela tomada de decisões e com a responsabilidade de maximizar a riqueza de quem o contratou (o acionista); agente, definido por Copeland & Weston (1988).

Âmbito externo da empresa: congrega os acionistas e os outros interessados nos resultados da empresa, porém não atuantes diretamente em sua gestão. Nele estão os fatores não controláveis pela administração.

Âmbito interno da empresa: congrega os agentes tomadores de decisão contratados pelos acionistas para representarem seus interesses. Nele estão os fatores não controláveis pela administração.

Análise estrutural das indústrias: análise estratégica, com sistematização efetuada por Porter (1994), que relaciona uma empresa ao seu meio ambiente identificando as características básicas das indústrias que determinam o conjunto das forças competitivas e, portanto, sua rentabilidade.

Conflitos de agência: conflitos no processo decisório da empresa que levam à tomada de decisões pelos agentes com objetivos de maximizar suas riquezas pessoais em detrimento da riqueza dos acionistas. Tais conflitos são ocasionados em razão de o sistema de remuneração das empresas não remunerarem o funcionário por sua contribuição ao valor da empresa.

Criar (destruir) valor: obtenção de rentabilidade acima (abaixo) da taxa mínima de atratividade requerida pelo acionista.

Desempenho operacional-financeiro: é a performance da empresa relacionada a mercado, produção e processos avaliados sobre o ponto de vista financeiro (mínimos custos com o máximo de eficácia e eficiência para atingir as metas estabelecidas).

Direcionadores de valor: parâmetros em que uma variação em seus indicadores causa uma variação no valor da empresa. Os direcionadores de valor fornecem uma estimativa rápida de como uma decisão operacional, tática ou estratégica afeta o valor da empresa, comparada às complexas técnicas de *valuation*. A magnitude do efeito de uma decisão sobre o valor da empresa, na qual é alterado algum direcionador de valor, depende da preferência do investidor-alvo para uma transação de venda futura da empresa. Como os direcionadores de valor são valorizados segundo a preferência do investidor, a sua contribuição para o valor das empresas é viabilizada por uma pesquisa sobre as atitudes dos potenciais investidores em empresas com relação a uma gama de direcionadores de valor que abranja as decisões estratégicas, operacionais e táticas de uma empresa.

Direcionadores mistos de valor: contêm direcionadores de valor que indicam a exposição da empresa a fatores de riscos próprios e sistemáticos, sendo complexa a identificação de suas influências sobre cada um dos tipos de riscos.

Direcionadores não-sistemáticos ou direcionadores próprios de valor: direcionadores de valor que indicam a exposição da empresa a fatores de risco não-sistemáticos, sendo controláveis pela administração.

Direcionadores sistemáticos de valor: direcionadores de valor que indicam a exposição da empresa a fatores de risco sistemáticos.

Indicador adiantado: séries de tempo cujos movimentos estão correlacionados com as variações de séries de interesses, mas tendem a ocorrer antes das variações destas últimas.

Investidor profissional: agente econômico que efetua avaliações de empresas e gerencia carteiras de investimentos como funcionário de instituições financeiras, sendo o representante do acionista e com maior capacidade de monitoramento das atividades das empresas do que os próprios investidores que os contratam.

Percepção sobre o preço: valor que os consumidores conferem aos benefícios que recebem do produto, corroborando a definição de Kotler e Armstrong (1996: 220). De posse da informação sobre quanto valor os consumidores conferem aos atributos dos produtos, pode-se definir um preço que se ajuste a este valor. Os benefícios propiciados por um investimento ao investidor são os fluxos de caixa gerados, segundo autores que defendem o método do fluxo de caixa descontado.

Preço justo: importância pela qual um ativo poderia ser transacionado entre um comprador disposto e conhecedor do assunto e um vendedor também disposto e conhecedor do assunto numa transação sem favorecimento, definição esta utilizada também pelo Ibracon (1994).

Racionalidade econômica dos agentes: os agentes e investidores buscam maximizar a sua riqueza pessoal, sendo esta riqueza pessoal a expectativa de longo prazo, ou seja, o valor presente líquido de sua remuneração e seus benefícios futuros.

Valor da empresa: soma dos valores dos direitos financeiros sobre a empresa, que são dívidas e ações. Esses direitos financeiros são remunerados pela geração de caixa da empresa, propiciada pelas suas atividades operacionais (venda de produtos e financiamento a clientes, entre outras atividades), fazendo com que a soma dos direitos financeiros seja igual à soma dos fluxos de caixa gerados pelas atividades operacionais da empresa, sendo ambos indicadores do valor da empresa. Ross, Westerfield & Jaffe (1995) mencionaram definição similar.

ANEXOS

Anexo 1

1. Manter políticas para evitar problemas de ordem social, racial, cultural ou ecológica

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	baixa	média	alta		
Para Administração de Carteiras	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados não confirmaram as previsões:

- Há apenas razoável impacto na formação da imagem dos administradores e na posição competitiva da empresa, ao invés de forte impacto.
- Há fraco impacto na formação da imagem dos controladores, ao invés de razoável impacto.
- Há moderada dificuldade em reposicionar os investimentos em empresas que adotam esta política, ao invés de pouca dificuldade.

2. Obter lucro por ação acima do esperado

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	baixa	média	alta		
Para Administração de Carteiras	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados não confirmaram as previsões

- Tem moderada influência na avaliação do desempenho, ao invés de forte influência.
- Tem moderada influência em sinalizar o valor da empresa, ao invés de forte influência.
- Tem moderada influência para balizar os resultados realizados com a expectativa de resultados por parte do investidor, ao invés de forte influência

3. Ter garantias de estabilidade para administradores com controle gerencial

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	média	baixa	leve	alta	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Confirmaram as previsões:

1. Não é um fator controlável pelos administradores.
2. A fusão ou aquisição pressupõe a troca dos administradores com controle gerencial

Não confirmaram as previsões:

3. A influência dos acionistas minoritários no controle gerencial não tem importância na formação do valor da empresa, ao invés de uma forte importância

4. Grau de sensibilidade do valor da empresa às oscilações no custo da dívida

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	média	baixa	leve	alta	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados não confirmaram as previsões

1. Há fraca influência da administração da empresa sobre esta exposição ao risco sistêmico, ao invés de moderada influência
2. Há fraco monitoramento desta exposição ao risco sistêmico pelos investidores, ao invés de forte monitoramento, talvez em razão da imprecisão de suas estimativas.
3. Há indícios de que haja ineficiente diversificação dos investimentos na carteira do acionista controlador.

5. Grau de sensibilidade do valor da empresa às oscilações no preço e na quantidade dos produtos vendidos e no custo dos insumos

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	média	baixa	leve	alta	
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Para Administração de Carteira										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados não confirmaram as previsões

1. Há fraca influência da administração da empresa sobre esta exposição ao risco sistêmico, ao invés de moderada influência.
2. Há fraco monitoramento desta exposição ao risco sistêmico pelos investidores, ao invés de forte monitoramento; talvez em razão da imprecisão de suas estimativas.
3. Há indícios de que haja ineficiente diversificação dos investimentos na carteira do acionista controlador.

6. Ter administradores e controladores com notória reputação

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	média	baixa	leve	alta	
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Para Administração de Carteira										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Não confirmaram as previsões:

1. Ocasional moderada redução da apreensão dos investidores, ao invés de forte redução.
2. Aumenta moderadamente a credibilidade da empresa avaliada, ao invés de forte aumento.

Confirmou as previsões:

3. A vantagem competitiva em custos ocasionada tem moderado efeito no valor da empresa.

7. Manter políticas de relações com o mercado de capitais

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve		baixa	média	alta		
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados confirmaram as previsões

1. A vantagem competitiva em custos ocasionada tem moderado efeito no valor da empresa
2. Há moderada influência no poder de barganha dos acionistas controladores sobre os potenciais compradores de sua empresa em razão desta vantagem competitiva em custos financeiros
3. Reduz fortemente a assimetria informacional entre o acionista minoritário e os controladores e a apreensão do investidor.

8. Ter clara política de pagamento de dividendos

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve		baixa	média	alta		
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados

Confirmaram as previsões:

1. A vantagem competitiva em custos ocasionada tem moderado efeito no valor da empresa
2. Há moderada influência no poder de barganha dos acionistas controladores sobre os potenciais compradores de sua empresa em razão desta vantagem competitiva em custos financeiros

Não confirmou a previsão:

3. Tem moderado impacto na redução da assimetria informacional e em proporcionar maiores possibilidades de diversificação aos acionistas, ao invés de forte impacto

9. Ter alta liquidez das ações da empresa

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	baixa	média	alta		
Para Administração de Carteiras	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados confirmaram as previsões:

- 1) A vantagem competitiva em custos ocasionada tem moderado efeito no valor da empresa.
- 2) Há moderada influência no poder de barganha dos acionistas controladores sobre os potenciais compradores de sua empresa.
- 3) Tem forte impacto na redução dos custos de não liquidez das ações e permite eficiente diversificação na carteira dos investidores.

10. Manter boas relações com o governo e agentes externos

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	baixa	média	alta		
Para Administração de Carteiras	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Confirmaram as previsões:

1. Há moderada possibilidade de que as externalidades advindas destas relações se constituam em valor criado para a carteira do acionista controlador.
 2. Tem um efeito sobre as oscilações do fluxo de caixa da empresa a variações sistêmicas e não se constitui em vantagem competitiva sustentável a longo prazo.
- Não confirmou as previsões:
3. E de fraca influência dos administradores da empresa, ao invés de moderada influência.

11. Ter adequada tecnologia de informação para comunicação interna e externa

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	baixa	média	alta		
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Não confirmaram as previsões:

1. É moderado fator de diferenciação entre a empresa e concorrentes, ao invés de ser forte fator de diferenciação.
2. Há moderada facilidade em se reposicionar os investimentos em empresas com adequada tecnologia de informação implantada, ao invés de total facilidade

Confirmou as previsões:

3. E de moderada dificuldade a implantação em empresas concorrentes, ao invés de total facilidade de implantação.

12. Ter sua atividade fim privilegiada na destinação de recursos orçamentários

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	baixa	média	alta		
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados não confirmaram as previsões:

1. E prática que impacta moderadamente a posição competitiva da empresa no setor, ao invés de causar um forte impacto.
2. Tem dificuldades moderadas de ser implementada nos concorrentes, ao invés de ser facilmente implementada
3. Há moderada facilidade de reposicionar os investimentos em empresas que adotam esta política, ao invés de total facilidade

13. Ter base de clientes satisfeitos

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor					
	alta	média	baixa	leve	baixa	média	alta				
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Para Administração de Carreiras											
Para Fluxos e Aquisições											
Para Finanças Corporativas											

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Confirmaram as previsões:

- Há possibilidade de reposicionamento de investimentos em outras empresas do setor com base de clientes satisfeitos.
- Aumenta fortemente o poder de barganha do acionista sobre os potenciais compradores de sua empresa, se constituindo numa vantagem competitiva sustentável.
- Não confirmou as previsões:
- É um moderado fator de diferenciação da empresa frente aos concorrentes, já que certamente existirão outras empresas no setor com base de clientes satisfeitos.

14. Ter capacidade de inovação

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor					
	alta	média	baixa	leve	baixa	média	alta				
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Para Administração de Carreiras											
Para Fluxos e Aquisições											
Para Finanças Corporativas											

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados confirmaram as previsões:

- É fator com forte influência sobre a posição competitiva da empresa em um setor.
- É um fator que influi fortemente no poder de barganha do acionista sobre os potenciais compradores de sua empresa por ser uma capacidade dificilmente replicável em um concorrente.
- Acarrétia fortemente a criação e recriação de setores, permitindo atingir novos padrões de exposição do fluxo de caixa da empresa a fatores sistêmicos, conforme o desejo do

15. Ter controle sobre a força de vendas e de serviços pós venda

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	baixa	média	leve	alta	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados não confirmaram as previsões:

1. É um fator que impacta moderadamente a posição competitiva da empresa no setor, ao invés de exercer uma forte influência.
2. É fator que exerce moderado efeito sobre a atratividade de uma integração vertical, ao invés de exercer um forte efeito.
3. Há possibilidade moderada de reposicionar os investimentos entre produtores e distribuidores, ao invés de forte possibilidade de reposicionamento.

16. Utilizar frequentemente de promoções e preços

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	baixa	média	leve	alta	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados não confirmaram as previsões

1. É fator de fraca diferenciação da empresa perante os concorrentes, ao invés de moderada diferenciação. Deste modo, a vantagem competitiva em custos não é fator de relevante diferenciação.
2. A capacidade e o hábito de se utilizar frequentemente de promoções de preços é fator de fraca diminuição do poder de barganha dos acionistas sobre os potenciais compradores, ao invés de uma forte diminuição.
3. É indiferente em determinar a obtenção de vantagens em períodos de crescimento econômico, ao invés de impedir a empresa de obter amplas vantagens em períodos de crescimento econômico.

17. Ter marca bem posicionada

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	baixa	média	leve	alta	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Confirmaram as previsões:

1. É fator que diferencia fortemente a empresa de seus concorrentes.
 2. É um fator que aumenta fortemente o poder de barganha dos acionistas sobre os potenciais futuros compradores de sua empresa.
 3. Não confirmou as previsões:
1. Há fortes dificuldades em reposicionar os investimentos de uma carteira em empresas com marcas bem posicionadas dentro de um setor, ao invés de moderada dificuldade em fazer tal rearranjo dos ativos detidos.

18. Ter controle sobre o processo de distribuição

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	baixa	média	leve	alta	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados não confirmaram as previsões

1. Há fraca possibilidade de reposicionamento entre ações de produtores e ações de distribuidores, ao invés de forte possibilidade.
2. É um fator que impulsiona moderadamente a integração vertical entre produção e fornecimento, ao invés de uma forte impulsão à integração vertical.
3. É fator que diferencia moderadamente a empresa de seus concorrentes, ao invés de uma forte diferenciação ocasionada por ter tal controle.

19. Ter processo de produção eficiente em custos e eficaz no atendimento a clientes

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta 1	média 2	baixa 3	baixa 4	leve 5	baixa 6	média 7	alta 8	alta 9	
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Confirmou a previsão:

1. O poder de barganha dos acionistas da empresa sobre seus futuros compradores é impactado moderadamente pela eficiência do processo de produção, já que é amenizado pela possibilidade de replicação em concorrentes.

Não confirmaram as previsões:

2. A eficiência do processo de produção tem um efeito moderado sobre a posição competitiva da empresa, ao invés de um forte efeito.
3. Há moderada importância da eficiência no processo de produção para diferenciar a empresa dos concorrentes, ao invés de forte importância.

20. Ter sinergia com fornecedores

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta 1	média 2	baixa 3	baixa 4	leve 5	baixa 6	média 7	alta 8	alta 9	
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados não confirmaram as previsões:

1. O efeito sinérgico causado pela relação entre fornecedor e cliente tem um impacto maior sobre o valor da empresa do que o obtido pela composição da carteira com as duas empresas, já que foi observado um efeito moderado sobre o valor da empresa, ao invés de fraco efeito.
2. A importância de práticas que usufruem a sinergia com fornecedores tem um efeito moderado sobre a diferenciação da empresa perante seus concorrentes, ao invés de forte efeito em determinar a posição competitiva num setor.
3. O efeito da existência de sinergia entre fornecedores e clientes sobre a atratividade de uma integração vertical é moderado, ao invés de forte efeito. Tal constatação sugere que a integração vertical deixa de ser relevante para criar valor se já ocorrem sinergias entre duas empresas separadas.

21. Grau de sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações macroeconômicas

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	média	baixa	leve	alta	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados não confirmaram as previsões:

1. Há fraca preocupação dos gestores em monitorar a exposição da empresa às oscilações macroeconômicas, sendo facultado ao acionista a possibilidade de composição de carteiras expostas ao risco desejado.
2. Há indícios de que haja eficiente diversificação dos investimentos na carteira do acionista controlador.
3. Não há utilização de indicadores de sensibilidade do preço da ação às variáveis macroeconômicas pelos avaliadores para adm. Carteiras

22. Atuar em setor sob influência de fortes instrumentos governamentais

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	média	baixa	leve	alta	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Não confirmaram as previsões:

1. A ocorrência de benefícios ou malefícios que impactem em outros investimentos do acionista controlador tem uma fraca influência no valor de uma de suas empresas, ao invés de moderada influência.
2. Há fracas proteções geradas pelas interferências governamentais sobre a exposição da empresa a fatores sistêmicos, ao invés de moderadas influências.
3. A interferência governamental tem uma fraca influência sobre a posição competitiva da empresa.

23. Atuar em setor com fornecedores com alto poder de negociação

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor			
	alta	média	baixa	leve		baixa	média	alta	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Para Administração de Carteiras									
Para Fusões e Aquisições									
Para Finanças Corporativas									

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Confirmaram as previsões:

1. Há um fraco impacto do poder de barganha dos fornecedores de uma empresa sobre sua posição competitiva.
2. Há possibilidade de reposicionamento dos investimentos entre fornecedores e produtores, de acordo com a distribuição da riqueza na cadeia de produção e/ou distribuição.
3. Não confirmaram as previsões:
3. Há moderada influência da assimetria de poderes de barganha entre fornecedores e clientes em influenciar a propensão a uma integração vertical, ao invés de forte influência.

24. Atuar em um setor com clientes com alto poder de negociação

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor			
	alta	média	baixa	leve		baixa	média	alta	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Para Administração de Carteiras									
Para Fusões e Aquisições									
Para Finanças Corporativas									

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Confirmaram as previsões:

1. Há um fraco impacto do poder de barganha dos clientes de uma empresa sobre sua posição competitiva.
2. Há possibilidade de reposicionamento dos investimentos entre clientes e produtores, de acordo com a distribuição da riqueza na cadeia de produção e/ou distribuição.
3. Não confirmaram as previsões:
3. Há moderada influência da assimetria de poderes de barganha entre fornecedores e clientes em influenciar a propensão a uma integração vertical, ao invés de forte influência.

25. Atuar em setor com frequentes inovações

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	baixa	média	alta		
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Para Administração de Cartêiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Não confirmaram as previsões:

1. Setor com frequentes inovações elevam o risco do acionista minoritário que fica sem condições de avaliar a capacidade de resposta da empresa ao ritmo de inovações do setor em que atua, o que faz com que a característica inovadora do setor seja de fraca influência sobre o valor da empresa, ao invés de moderada influência. Confirmando as previsões:
2. Há efeitos sinérgicos moderados para compartilhar competências essenciais em setores com frequentes inovações, ao invés de fortes efeitos sinérgicos.
3. Há fraco impacto da característica inovadora do setor sobre a posição competitiva de uma empresa.

26. Atuar em setor com barreiras de entrada e de saída aos concorrentes

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta	média	baixa	leve	alta	baixa	média	alta		
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Para Administração de Cartêiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Não confirmaram as previsões:

1. A existência de barreiras de entrada e de saída ao setor têm um moderado impacto sobre a exposição da empresa ao risco sistêmico, ao invés de forte impacto.
2. A existência de barreiras de entrada e de saída ao setor têm um moderado impacto sobre o poder de barganha dos acionistas sobre os potenciais compradores de suas empresas, ao invés de forte impacto.

Confirmando as previsões:

3. A existência de barreiras de entrada e de saída é um fraco fator em beneficiar a posição competitiva das empresas.

27. Atuar em setor com crescimento maior do que o da economia

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta 1	média 2	baixa 3	baixa 4	leve 5	baixa 6	média 7	alta 8	alta 9	
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Todos os resultados confirmaram as previsões:

1. Há um moderado controle e influência da administração sobre a criação e recriação de setores.
2. Acionistas de empresas em setores com crescimento maior do que o da economia tem forte poder de barganha sobre potenciais compradores de suas empresas.
3. A taxa de adesão de consumidores e de substituição de produtos é forte determinante da exposição da empresa aos fatores sistêmicos.

28. Atuar em mercado concentrado (com poucos concorrentes)

	Importância para destruir valor					Importância para criar valor				
	alta 1	média 2	baixa 3	baixa 4	leve 5	baixa 6	média 7	alta 8	alta 9	
Para Administração de Carteiras										
Para Fusões e Aquisições										
Para Finanças Corporativas										

De forma geral, podem ser feitas as seguintes suposições sobre os direcionadores de valor, por meio da comparação com os resultados esperados:

Não confirmaram as previsões:

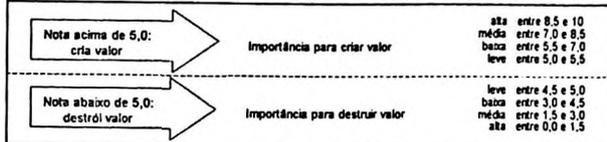
1. Há um efeito apenas moderado da estrutura de mercado sobre a exposição da empresa às oscilações macroeconômicas, ao invés de um forte efeito.
- Confirmaram as previsões:
2. Há um fraco impacto da ação do gestor sobre a estrutura de mercado existente.
 3. Há um forte efeito da estrutura de mercado sobre o poder de barganha dos acionistas da empresa avaliada sobre os potenciais compradores.

Anexo 2

PERGUNTA 1: Qual a sua área de Atuação Profissional? (preencha com um "x")

- Administração de carteiras:** indicações para carteiras de ações
- Fusões e aquisições:** avaliações para compra ou venda de participações acionárias que permitem assumir o controle total ou parcial
- Finanças corporativas:** avaliações para medir desempenho de funcionários ou de unidades de negócio.

PERGUNTA 2: Qual a importância de cada característica abaixo nas suas análises sobre o valor de uma empresa?



Características	NOTA	Avaliação
Atuar em mercado concentrado (mercado com poucos concorrentes)	9,0	ALTA IMPORTÂNCIA P/ CRIAR VALOR
Atuar em setor com crescimento maior do que o da economia	5,0	LEVE IMPORTÂNCIA P/ DESTRUIR VALOR
Atuar em setor com barreiras de entrada e saída aos concorrentes	4,0	BAXA IMPORTÂNCIA P/ DESTRUIR VALOR
Atuar em setor com freqüentes inovações	3,0	BAXA IMPORTÂNCIA P/ DESTRUIR VALOR
Atuar em setor com clientes com alto poder de negociação	2,0	MÉDIA IMPORTÂNCIA P/ DESTRUIR VALOR
Atuar em setor com fornecedores com alto poder de negociação	1,0	ALTA IMPORTÂNCIA P/ DESTRUIR VALOR
Atuar em setor sob influência de fortes instrumentos governamentais	0,0	ALTA IMPORTÂNCIA P/ DESTRUIR VALOR
Grau de sensibilidade do fluxo de caixa do setor às oscilações macroeconômicas	12,0	NOTAS ENTRE 0 E 101
Ter sinergias com fornecedores	3,2	BAXA IMPORTÂNCIA P/ DESTRUIR VALOR
Ter processo de produção eficiente em custos e eficaz no atendimento aos clientes	54,0	NOTAS ENTRE 0 E 101
Ter controle sobre o processo de distribuição	5,4	LEVE IMPORTÂNCIA P/ CRIAR VALOR
Ter marca bem posicionada	-2,0	NOTAS ENTRE 0 E 101
Utilizar freqüentemente promoções de preços	10,0	ALTA IMPORTÂNCIA P/ CRIAR VALOR
Ter controle sobre a força de vendas e de serviços pós-venda	58,0	NOTAS ENTRE 0 E 101
Ter capacidade de inovação	0,1	ALTA IMPORTÂNCIA P/ DESTRUIR VALOR
Ter base de clientes satisfeitos	0,2	ALTA IMPORTÂNCIA P/ DESTRUIR VALOR
Ter sua atividade-fim privilegiada na destinação de recursos orçamentários	6,5	BAXA IMPORTÂNCIA P/ CRIAR VALOR
Ter adequada tecnologia de informação para comunicação interna e externa	5,4	LEVE IMPORTÂNCIA P/ CRIAR VALOR
Manter boas relações com Governo e agentes externos	5,6	BAXA IMPORTÂNCIA P/ CRIAR VALOR
Ter alta liquidez das ações da empresa	2,6	MÉDIA IMPORTÂNCIA P/ DESTRUIR VALOR
Ter clara política de pagamento de dividendos	7,5	MÉDIA IMPORTÂNCIA P/ CRIAR VALOR
Manter políticas de relações com o mercado de capitais	8,8	ALTA IMPORTÂNCIA P/ CRIAR VALOR
Ter administradores e controladores com notória reputação	10,0	ALTA IMPORTÂNCIA P/ CRIAR VALOR
Grau de sensibilidade do valor da empresa às oscilações no preço e na quantidade dos produtos vendidos e no custo dos insumos	1,1	ALTA IMPORTÂNCIA P/ DESTRUIR VALOR
Grau de sensibilidade do valor da empresa às oscilações no custo da dívida	1,8	MÉDIA IMPORTÂNCIA P/ DESTRUIR VALOR
Ter garantias de estabilidade para os administradores com controle gerencial	6,9	BAXA IMPORTÂNCIA P/ CRIAR VALOR
Obter lucro por ação superior ao esperado	7,8	MÉDIA IMPORTÂNCIA P/ CRIAR VALOR
Manter políticas para evitar problemas de ordem social, racial, cultural ou ecológica	5,5	LEVE IMPORTÂNCIA P/ CRIAR VALOR

AINDA FALTAM RESPOSTAS! (É ALGUMA QUESTÃO DA 2ª PERGUNTA)

Ao terminar, enviar para ncard@amcham.com.br

QUESTÃO 1: Qual a sua área de Atuação Profissional? (preencha com um "x")

<input checked="" type="checkbox"/> Administração de carteiras: indicações para carteiras de ações	
<input type="checkbox"/> Fusões e aquisições: avaliações para compra ou venda de participações acionárias que permitem assumir o controle total ou parcial	
<input type="checkbox"/> Finanças corporativas: avaliações para medir desempenho de funcionários ou de unidades de negócio.	

Ánexo 3

**Parâmetros Objeto de Estudo Utilizados na
Elaboração das Questões**

DIRECIONADOR DE VALOR

1 2 3 4 5 6 7

Em Administração de Carteiras
oscilação a fatores sistêmicos
possibilidade de diversificação
assimetria informacional
estrutura do controle acionário

X							
	X		X	X	X		X
		X					

Em Fusões e Aquisições

poder de barganha dos acionistas das empresas
benefícios dos efeitos sinérgicos
imagem do controlador
possibilidade de diversificação
assimetria informacional

							X
X		X					
			X	X			
	X				X		

Em Finanças Corporativas

fator diferenciador dos concorrentes
proteção do fluxo de caixa da empresa
assimetria informacional
imagem pessoal perante o mercado
controlável pela administração

							X
			X		X		
	X						
X							
						X	

Direcionadores

- 1 - Manter políticas para evitar problemas de ordem social, racial, cultural ou ecológica
- 2 - Obter lucro por ação acima do esperado
- 3 - Ter garantias de estabilidade para administradores com controle gerencial
- 4 - Grau de sensibilidade do valor da empresa às oscilações no custo da dívida
- 5 - Grau de sensibilidade do valor da empresa às oscilações no preço e na quantidade dos produtos vendidos e no custo dos insumos
- 6 - Ter administradores e controladores com notória reputação
- 7 - Manter políticas de relações com o mercado de capitais

**Parâmetros Objeto de Estudo Utilizados na
Elaboração das Questões**

Em Administração de Carteiras
oscilação a fatores sistêmicos
possibilidade de diversificação
assimetria informacional
estrutura do controle acionário

DIRECIONADOR DE VALOR

8	9	10	11	12	13	14
X	X	X	X	X	X	X

Em Fusões e Aquisições

poder de barganha dos acionistas das empresas
benefícios dos efeitos sinérgicos
imagem do controlador
possibilidade de diversificação
assimetria informacional

8	9	10	11	12	13	14
X	X	X	X	X	X	X
		X				
				X		

Em Finanças Corporativas

fator diferenciador dos concorrentes
proteção do fluxo de caixa da empresa
assimetria informacional
imagem pessoal perante o mercado
controlável pela administração

8	9	10	11	12	13	14
X	X	X	X	X	X	X
X						

Direcionadores

- 8 - Ter clara política de dividendos
- 9 - Ter alta liquidez das ações da empresa
- 10 - Manter boas relações com o governo e agentes externos
- 11 - Ter adequada tecnologia de informação para comunicação interna e externa
- 12 - Ter sua atividade-fim privilegiada na destinação de recursos orçamentários
- 13 - Ter base de clientes satisfeitos
- 14 - Ter capacidade de inovação

Parâmetros Objeto de Estudo Utilizados na

Elaboração das Questões

Em Administração de Carteiras

oscilação a fatores sistêmicos
possibilidade de diversificação
assimetria informacional
estrutura do controle acionário

DIRECIONADOR DE VALOR

15 16 17 18 19 20 21

X		X					X
	X		X				
				X			

Em Fusões e Aquisições

poder de barganha dos acionistas das empresas
benefícios dos efeitos sinérgicos
imagem do controlador
possibilidade de diversificação
assimetria informacional

X	X	X		X			
			X			X	
							X

Em Finanças Corporativas

fator diferenciador dos concorrentes
proteção do fluxo de caixa da empresa
assimetria informacional
imagem pessoal perante o mercado
controlável pela administração

X	X	X	X	X			
					X		X

Direcionadores

- 15 - Ter controle sobre a força de vendas e de serviços pós-venda
- 16 - Utilizar frequentemente de promoções e preços
- 17 - Ter marca bem posicionada
- 18 - Ter controle sobre o processo de distribuição
- 19 - Ter processo de produção eficiente em custos e eficaz no atendimento a clientes
- 20 - Ter sinergia com fornecedores
- 21 - Grau de sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações macroeconômicas

Parâmetros Objeto de Estudo Utilizados na

Elaboração das Questões

Em Administração de Carteiras

oscilação a fatores sistêmicos
 possibilidade de diversificação
 assimetria informacional
 estrutura do controle acionário

	22	23	24	25	26	27	28
	X				X	X	X
		X	X	X			

Em Fusões e Aquisições

poder de barganha dos acionistas das empresas
 benefícios dos efeitos sinérgicos
 imagem do controlador
 possibilidade de diversificação
 assimetria informacional

	X	X	X	X	X	X	X

Em Finanças Corporativas

fator diferenciador dos concorrentes
 proteção do fluxo de caixa da empresa
 assimetria informacional
 imagem pessoal perante o mercado
 controlável pela administração

	X	X	X	X	X	X	X

Direcionadores

- 22 - Atuar em setor sob fortes influências governamentais
- 23 - Atuar em setor com fornecedores com alto poder de negociação
- 24 - Atuar em setor com clientes com alto poder de negociação
- 25 - Atuar em setor com frequentes inovações
- 26 - Atuar em setor com barreiras de entrada e de saída aos concorrentes
- 27 - Atuar em setor com crescimento maior do que o da economia
- 28 - Atuar em mercado concentrado (com poucos concorrentes)