

"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 [bjbfea@usp.br](mailto:bjbfea@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

**Supremacia na Fruição dos Benefícios Gerados pela  
Empresa: Os *Stakeholders* e a Teoria de Finanças**

**Ricardo José de Almeida**

**Orientador: Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa**

**SÃO PAULO  
2003**

**Reitor da Universidade de São Paulo**

**Prof. Dr. Adolpho José Melfi**

**Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade**

**Profa. Dra. Maria Tereza Leme Fleury**

**Chefe do Departamento de Administração**

**Prof. Dr. Eduardo Pinheiro Gondim de Vasconcellos**

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE  
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

DEDALUS - Acervo - FEA



20600024891

# Supremacia na Fruição dos Benefícios Gerados pela Empresa: Os *Stakeholders* e a Teoria de Finanças

Ricardo José de Almeida

Orientador: Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa

Tese de Doutorado apresentada à  
Faculdade de Economia, Administração e  
Contabilidade da Universidade de São  
Paulo, como parte dos requisitos para  
obtenção do título de Doutor em  
Administração.

SÃO PAULO  
2003

## FICHA CATALOGRÁFICA

Almeida, Ricardo José de

Supremacia na fruição dos benefícios da empresa os *stakeholders* e a teoria de finanças / Ricardo José de Almeida – São Paulo: FEA/USP, 2003.

188 p. + anexos

Tese – Doutorado

Bibliografia.

1. Finanças das empresas 2. Governança corporativa. 3. Administração financeira 4. Empresas – Avaliação 5. Valor (administração)

I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP

II. Título.

CDD – 658.15

1000.10 8777.0

T85043



20600024891



Powered by RicidProStar - [www.icpprocess.com.br](http://www.icpprocess.com.br)

## Dedicatória

*À minha esposa Adriane e  
ao meu pai Francisco.*

## Agradecimentos

Após uma jornada de estudos e trabalhos, que culminou com a finalização desta tese, várias pessoas as quais contribuíram para este feito podem ser lembradas. Em especial, faço questão de citar:

- O Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa, o qual soube conduzir os trabalhos por meio de sua orientação e apoio desde meu ingresso no Programa de Pós-Graduação;
- O Prof. Dr. Luiz João Corrar e o Prof. Dr. José Roberto Ferreira Savóia, os quais colaboraram, por meio de suas sugestões que enriqueceram o conteúdo deste trabalho, no exame de qualificação;
- A minha esposa, Adriane, pelo apoio e compreensão em todos os momentos;
- O meu pai, Francisco, o qual deu todas as condições para que eu desenvolvesse meus estudos.

## Resumo

A empresa é uma entidade que se relaciona com vários agentes, os quais podem influenciá-la e serem influenciados por ela. Tais agentes são os *stakeholders*.

Dentre estes múltiplos relacionamentos, a administração deve preservar a empresa. Esta é feita por meio do equilíbrio no atendimento da demanda de todos os *stakeholders*, os quais concorrem entre si pelos recursos corporativos, que são limitados. Estas relações podem ser monitoradas por meio de vários indicadores.

O objetivo desta tese foi mapear a importância dos agentes que se relacionam com as empresas. As conclusões são válidas para um grupo de executivos financeiros, e é possível compor a forma de pensamento desta amostra para definir a importância destes *stakeholders* para as empresas em que atuam. Adicionalmente, foi possível a formação de um arcabouço conceitual para estabelecer um conjunto de indicadores de desempenho baseados nos relacionamentos que a empresa mantém.

Sob a ótica dos atributos que determinam a importância dos *stakeholders*, preconizados pela Teoria dos *Stakeholders*, os resultados mostram que a urgência no atendimento de suas demandas, o poder coercivo e a legitimidade organizacional são os atributos mais importantes. Isto faz com que estas características existam entre os que devem ter maior atenção da administração no atendimento das demandas.

Não foi possível concluir que um único *stakeholder* deva ter a supremacia na fruição dos benefícios da empresa, porém linhas de ação para a elaboração de indicadores de desempenho foram formadas e contemplam quatro fatores distintos: *stakeholders* que influem no processo empresarial, os proprietários, os influenciadores junto ao setor de atuação da empresa e o mercado financeiro.



## **Abstract**

The company is an entity that relates to various economic agents who are able to influence it and be influenced by it. Such economic agents are the stakeholders.

Within this web of multiple relationships, the management must preserve the company. This is done through satisfying the demands of all the stakeholders in an equitable way, the stakeholders competing among themselves for corporate resources, which are limited. These relationships can be monitored through various indicators.

The purpose of this thesis was to examine the importance of the economic agents who relate with the companies. The conclusions are based on a group of financial executives and it is possible to arrive at a common mindset for this sample in gauging the stakeholders' level of importance to the companies in which the sample members work. Additionally, it was possible to produce a conceptual framework to arrive at a series of performance indicators based on the company's relationships.

From the point of view of the attributes, which determine the stakeholders' importance, according to the precepts of the Theory of Stakeholders, the results show that the urgency in satisfying their demands, the power of coercion and the organizational legitimacy are the most important. This leads to these characteristics being present among those that must be the principal focus of management in satisfying these demands.

It was not possible to conclude that any single stakeholder should have supremacy in enjoying the benefits of the company – however lines of action for the preparation of performance indicators were established and comprise four distinct factors: stakeholders who influence the business processes, the owners, the parties with influence in the company's industrial sector, and the financial market.

## Sumário

<b>CAPÍTULO I</b>	<b>CONSIDERAÇÕES INICIAIS</b>	
1	Introdução	01
2	Pressuposto do Trabalho e seus Objetivos	02
3	Justificativas	05
4	Delimitação	06
4.1	Conceitual	07
4.2	Espacial	07
4.3	Temporal	07
<b>CAPÍTULO II</b>	<b>METODOLOGIA DE DESENVOLVIMENTO DO TRABALHO</b>	<b>08</b>
1	Metodologias Existentes	09
1.1	Quanto à Utilização das Conclusões Objetivadas	10
1.2	Quanto ao Tipo de Variável Pesquisada	11
2	Metodologia Adotada e Justificativas	13
<b>CAPÍTULO III</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b>	<b>14</b>
1	Introdução	15
1.1	Problemas de Planejamento Financeiro	15
1.2	Teoria dos <i>Stakeholders</i>	25
1.3	Gestão Estratégica e a Conveniência com os <i>Stakeholders</i>	30
2	Definição dos <i>Stakeholders</i>	32
2.1	Definições Conceituais e Similaridade a um Investidor	32
2.2	Tipologia dos <i>Stakeholders</i>	33
2.2.1	Tipologia pela Voluntariedade da Relação	34
2.2.2	Tipologia pelos Três Atributos	35
3	Identificação dos <i>Stakeholders</i>	39
3.1	Grupos Básicos	40
3.2	Arcabouço Conceitual para Identificação	41
4	Os Campos Básicos de Atuação do Administrador Financeiro	48
4.1	Política de Investimentos	54
4.1.1	Flexibilidades como Fontes de Valor	57
4.1.2	Flexibilidade de Adiar o Investimento	62
4.1.3	Flexibilidade de Expandir a Produção	64
4.1.4	Flexibilidade de Contrair a Produção	66
4.1.5	Flexibilidade de Abandonar a Produção	67
4.1.6	Flexibilidade de Mudar Mix de Insumos ou de Produtos	69
4.2	Política de Financiamentos	73
4.2.1	Avaliação Externa de Estrutura de Capital	75
4.3	Política de Dividendos	85
4.3.1	Argumentações sobre a Irrelevância da Política de Dividendos	86
4.3.2	Argumentações sobre a Relevância da Política de Dividendos	90

<b>CAPÍTULO IV</b>	<b>A PESQUISA</b>	<b>93</b>
1	Objetivo	94
2	Premissas	94
3	Delimitação da Pesquisa	94
4	Qualificação	95
5	Métodos e Formas de Coleta de Dados	96
5.1	Fontes de Dados	96
5.2	Tipos de Dados	96
5.3	Meio de Coleta de Dados	97
6	População, Tamanho da Amostra e Amostragem	97
6.1	População	97
6.2	Tamanho da Amostra	98
6.3	Amostragem	98
7	Procedimentos de Coleta de Dados	98
8	Construção do Instrumento de Coleta de Dados	99
8.1	Escala Utilizada	99
9	<i>Stakeholders</i> Pesquisados	99
9.1	Fornecedores	99
9.2	Mídia	100
9.3	Proprietários	100
9.4	Executivos	101
9.5	Funcionários	101
9.6	Clientes	101
9.7	Concorrentes	102
9.8	Governo	102
9.9	Bancos	102
9.10	Comunidade	103
9.11	Sindicatos	103
10	Questões Aplicadas aos Respondentes	103
11.1	Relativos às Políticas de Investimentos	108
11.2	Relativos às Políticas de Financiamentos	135
11.3	Relativos às Políticas de Dividendos	154
11.4	Análise dos Dados	157
11.5	Relacionamento das Questões com os <i>Stakeholders</i>	158
11.5.1	Desagregação dos <i>Stakeholders</i> Cliente	158
11.5.2	Desagregação dos <i>Stakeholders</i> Funcionários	169
11.5.3	Desagregação dos <i>Stakeholders</i> Proprietário	160
11.5.4	Desagregação dos <i>Stakeholders</i> Comunidade	161
11.6	Tratamento dos Dados	163
11.6.1	Agrupamento pela Importância da Relação para Criar Valor para a Empresa	164
11.6.2	Agrupamento pela Explicação da Variância da Importância para Criar Valor	164

<b>CAPÍTULO V</b>	<b>ANÁLISE DOS DADOS E CONCLUSÕES</b>	<b>167</b>
1	Mapeamento da Importância dos <i>Stakeholders</i> para os Respondentes	168
1.1	Urgência como Fator Preponderante para Caracterizar o <i>Stakeholder</i> como Definitivo	170
1.2	O Poder Coercivo e a Legitimidade Organizacional são mais Eficazes em Influenciar as Decisões Empresariais	170
2	Supremacia no Atendimento das Demandas	172
2.1	Arcabouço Conceitual para estabelecimento de um Conjunto de Indicadores Baseados nos Relacionamentos	174
3	Sugestões para Pesquisas Posteriores	176
4	Pontos Importantes sobre a Aplicabilidade dos Resultados do Trabalho	177
5	Sumário das Conclusões da Tese	177
	<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>180</b>
	<b>ANEXOS</b>	<b>189</b>
1	Instrumento de Coleta de Dados (Questionário)	
2	Médias das Respostas de cada Afirmação	
3	Resultado da Análise de Clusters	
4	Resultado da Análise Fatorial	

## Lista de Figuras

Figura 1	Estratégia, planejamento e orçamentos	21
Figura 2	Modelo contábil para avaliação da empresa e sua integração com os direcionadores de valor	52
Figura 3	Modelo contábil para avaliação das ações e sua integração com os direcionadores de valor	53
Figura 4	Modelo simplificado de árvore de decisão: valor presente líquido tradicional	57
Figura 5	Modelo ajustado de árvore de decisão: valor presente líquido expandido	58
Figura 6	Árvore de decisão para o projeto ilustrativo sem flexibilidades	61
Figura 7	Árvore de decisão para o projeto ilustrativo com a opção de adiar	63
Figura 8	Árvore de decisão para o projeto ilustrativo com a opção de expandir	65
Figura 9	Árvore de decisão para o projeto ilustrativo com a opção de contrair	67
Figura 10	Árvore de decisão para o projeto ilustrativo com a opção de abandonar	69
Figura 11	Árvore de decisão para o projeto ilustrativo com a opção de mudar mix de insumos ou de produtos	71
Figura 12	Divisão do valor da empresa entre acionistas e credores	75
Figura 13	Duas empresas idênticas com estruturas de capital diferentes	76
Figura 14	Duas empresas idênticas com endividamentos feitos em contas pessoais	77
Figura 15	Custo do capital em função do endividamento segundo a proposição II de Modigliani e Miller	80
Figura 16	Custo do capital em função do endividamento	82
Figura 17	Mapa de Importância e Classificação dos <i>Stakeholders</i> segundo os três atributos	170
Figura 18	Fatores aos <i>Stakeholders</i> que influem sobre o Sucesso Empresarial	175
Figura 19	Fatores comuns aos <i>Stakeholders</i> que influenciam sobre o sucesso empresarial segundo os resultados deste trabalho	176

## Lista de Quadros

Quadro 1	Classificação de uma pesquisa em relação à utilização prática dos seus resultados	10
Quadro 2	Classificação de uma pesquisa em relação ao grau de cristalização de seu objetivo	11
Quadro 3	Classificação de uma pesquisa em relação à variável representante da característica estudada	12
Quadro 4	Crescimento econômico comparativo entre os sete países mais industrializados do mundo	17
Quadro 5	Comparação entre os modelos clássicos da governança	18
Quadro 6	Crescimento do emprego comparativo entre os sete países mais industrializados do mundo	19
Quadro 7	Tipologia pela voluntariedade da relação	35
Quadro 8	Classificação dos <i>Stakeholders</i> baseada na tipologia dos atributos de poder, legitimidade e urgência	43
Quadro 9	Direcionadores usuais para a indústria petrolífera	54
Quadro 10	Critérios para análise de investimentos e atividades perfeitas e imperfeitas	55
Quadro 11	Expectativas para os projetos ilustrativos	61
Quadro 12	Seleção de estratégias dominantes para o projeto ilustrativo	72
Quadro 13	Diferenças básicas entre capital de terceiros e capital próprio	74
Quadro 14	Retornos esperados para investidores e empresas similares com valores diferentes em razão de seus endividamentos	77
Quadro 15	Retornos esperados para investidores e empresas similares com valores diferentes em razão de um desequilíbrio do mercado	78
Quadro 16	Retorno sobre o capital investido de empresas similares com dívidas e sem dívidas na presença de benefícios fiscais do endividamento	81
Quadro 17	Índice de endividamento em função da escolha tecnológica	83
Quadro 18	Respostas dos acionistas às políticas dos dividendos	86
Quadro 19	Alternativas para administração do fluxo de caixa	87
Quadro 20	Valor presente dos fluxos de caixa sob duas políticas de dividendos	88

Quadro 21	Comparação entre a Abordagem Financeira Tradicional e a Abordagem Financeira Considerando os <i>Stakeholders</i>	92
Quadro 22	Segmentos Pesquisados	98
Quadro 23	Justificativa da Desagregação de Clientes em Canais de Distribuição	158
Quadro 24	Justificativa da Desagregação de Clientes em Consumidores Agregados	159
Quadro 25	Justificativa de Desagregação de Funcionários em formadores de Capital Estrutural	159
Quadro 26	Justificativa de Desagregação de Funcionários em Detentores Exclusivamente de Capital Humano	160
Quadro 27	Justificativa da Desagregação de Proprietário em Majoritários	160
Quadro 28	Justificativa da Desagregação de Proprietário em Minoritários	161
Quadro 29	Justificativa da Desagregação de Comunidades em Responsáveis por Atividades Culturais	161
Quadro 30	Justificativa da Desagregação de Comunidades em Responsáveis por Atividades Religiosas	161
Quadro 31	Relacionamento entre Afirmações do Instrumento de Coleta de Dados e os <i>Stakeholders</i> da Pesquisa	162
Quadro 32	Justificativa para não-inclusão de algumas afirmações que fizeram parte do instrumento de coleta de dados	163
Quadro 33	Importâncias atribuídas pelos respondentes a cada Stakeholder	168
Quadro 34	Mapeamento da Importância dos <i>Stakeholders</i>	169

## Lista de Tabelas

Tabela 1	Afirmações do questionário segregados por políticas financeiras	105
----------	---	-----



## Lista de Fórmulas

<b>Fórmula 1</b>	<b>Forma de Estimar a Importância Atribuída a cada <i>Stakeholder</i></b>	<b>163</b>
<b>Fórmula 2</b>	<b>Forma de Estimar a Importância Atribuída a cada <i>Stakeholder</i> para cada Respondente</b>	<b>165</b>

**Capítulo I:**  
**CONSIDERAÇÕES INICIAIS**

## 1 – Introdução

O foco das atenções das decisões empresariais para satisfazer aos proprietários tem sido extensivamente divulgado e praticado e tido como aquele que leva as empresas e a economia de uma nação aos melhores patamares de eficiência. Em seu rastro, tal sistema de governança corporativa tem trazido indicadores que relacionam o desempenho empresarial ao retorno do proprietário.

Ter a propriedade de uma firma é uma situação transitória. Basta vender os títulos relativos a ela para que outro indivíduo assuma esta propriedade. Assim, apenas uma entidade é perpétua neste fluxo de indivíduos que assumem a figura do proprietário: a empresa. No caso de proprietários com interesses que nem sempre coincidem com os da empresa, um grupo inteiro de *stakeholders* pode ser prejudicado, como acontece com multinacionais instaladas em países em desenvolvimento ou em companhias abertas, em que há fraudes contábeis para inflar preços de ações, ou até em empresas familiares, que são usadas como trampolins para cargos políticos.

Deste modo, o primeiro problema da pesquisa é o de a empresa ser uma entidade perpétua, sendo seus interesses os que devem ser preservados pela administração.

Nas situações descritas, há um claro desequilíbrio no atendimento dos interesses dos proprietários e dos outros *stakeholders*, comunidade, funcionários e governo, na mesma ordem dos casos citados. Os efeitos, no longo prazo, podem ser previstos: perda de competitividade, perda de reputação e aumento do custo da dívida, e todos eles levam a uma queda no valor da empresa.

Vários são os grupos que se relacionam com a empresa quando esta executa suas políticas, e todos têm necessidades para serem atendidas. Estas demandas são concorrentes entre si quando ocorrem fortes restrições de capital, o que é o usual. O sucesso empresarial depende de relacionamentos que garantam o equilíbrio na fruição dos recursos corporativos para os *stakeholders*, e estas relações têm de preservar os interesses de todos os *stakeholders*, sem abusos. Se todos que compõem a empresa são *stakeholders*, o que sobra, então, é a firma: uma figura de ficção que deve ser tratada com vida própria, com alguém agindo por ela para que o equilíbrio nas relações seja mantido.

Assim, o segundo problema de pesquisa está na concorrência que há entre as demandas dos diversos *stakeholders* de uma empresa.

A pergunta fundamental é: quem deve agir pela “empresa”? Um único *stakeholder* incumbido de fazer isto pode desequilibrar as relações em proveito próprio. Para fazer frente a este problema, uma empresa se aproximará de uma instituição intensiva em negociação, com legítimos instrumentos para regular as relações entre os muitos que têm direitos sobre os seus recursos gerados pela venda dos produtos e dos serviços que fabrica e presta.

Esta atenção aos interesses dos *stakeholders* tem sido motivo de polêmica e discussões entre os acadêmicos, constituindo-se no terceiro problema da pesquisa.

Jensen (2001: 297-298) argumenta que é impossível maximizar o valor para todos os *stakeholders*, atacando diretamente o modelo *Balanced Scorecard*, sucintamente descrito em Kaplan e outros (1997: 530-534), por não agregar todos os indicadores em um resultado só para o acionista. Segundo o autor, a busca pela maximização do valor utiliza muito da argumentação sobre o equilíbrio dos interesses, o que faz parte da teoria dos *stakeholders*; porém a visão radical desta teoria, de que a empresa deve servir aos interesses de todos os *stakeholders*, é combatida com o pensamento de que as decisões devem maximizar o valor de mercado de todos os direitos financeiros sobre a empresa: dívidas e ações. Jensen (2001: 302-303) raciocina que, ao cumprir o objetivo de maximizar o valor da empresa, medido pelas dívidas e ações, a gerência já estará sendo guiada para atingir um ótimo *trade-off* entre os múltiplos *stakeholders*, e esta otimização leva à maximização da riqueza para a sociedade (Jensen, 2001: 304).

Em paralelo à discussão sobre os critérios de decisões empresariais, há um consenso de que as informações prestadas pelas corporações reduzem as incertezas de seus *stakeholders*, diminuindo o risco das transações e aumentando o valor das empresas. Assim, o relacionamento empresa-*stakeholders* deve ser aprofundado, priorizando as demandas dos últimos pelos recursos escassos das corporações.

## **2 – Pressuposto do Trabalho e seus Objetivos**

O valor criado por uma Economia é obtido pela soma dos valores agregados pelas empresas. Como estes valores agregados podem ser resumidos a receitas obtidas, deduzidas dos custos incorridos, o valor presente destes valores agregados, ou o valor das empresas, é o potencial valor criado de uma Economia. As ações que aumentam o valor das empresas fazem crescer, assim, a riqueza da sociedade.

Outro ponto relacionado é que a melhoria da imagem da empresa, no tocante à sua busca por atender às expectativas da sociedade, tem um efeito multiplicador que faz com que todo o mercado se esforce para a criação de produtos e serviços que agreguem valor e melhorem a qualidade de vida.

Os indicadores que retratam a posição irrefutável de que o aumento do valor da empresa leva ao aumento da riqueza da sociedade podem ser enganosos pela assimetria de informações, de conhecimentos e de interesses, os quais fazem com que a maximização do valor da empresa, independente de quem seja seu proprietário, dificilmente se estabeleça como um único indicador. Este fato aumenta a credibilidade da idéia de múltiplos indicadores.

Suponha duas empresas concorrentes num mesmo setor e idênticas em todos os aspectos, com exceção ao atendimento das demandas dos *stakeholders*: uma que equilibra as demandas e outra que as desequilibra.

O desequilíbrio nas demandas dos *stakeholders* ocasiona que os mais vantajosos em termos de relacionamento, dentre os que cumprem funções idênticas na cadeia de valor, migrem para um relacionamento com empresas que atendam mais adequadamente às suas necessidades. A empresa que desequilibra as relações perderá, desta maneira, em qualidade e valor nas suas transações, o que acarretará perda do valor da empresa.

Em adição a esta migração dos mais interessantes *stakeholders* para os seus concorrentes, a empresa que não equilibra as demandas de seus *stakeholders* incorre em custos adicionais com a maior incerteza nestas relações bilaterais e multilaterais. Estas incertezas adicionais em relação ao atendimento equilibrado nas demandas ocasiona a imposição de prêmios ou descontos nos contratos com a empresa que esteja desequilibrando o atendimento dos interesses dos *stakeholders*. O efeito destes prêmios ou descontos pode ser expresso em perda de valor para a empresa que não equilibra a demanda de seus *stakeholders*, sendo um custo de transação que impõe uma maior paralisia dos negócios.

A fonte de valor originada do equilíbrio nas relações vem, também, da capacidade e estímulo que os *stakeholders* têm em pensar e criar alternativas para a organização, o que é implementado por meio de políticas de relacionamento, as quais, para um executivo de finanças, podem ser divididas entre as de investimentos, de financiamentos e de dividendos. Estes relacionamentos, numa

visão de controle, podem ser monitorados por meio de sistemas de controles internos. Posições similares foram mencionadas por Berman e outros (1995: 491):

*“Se os stakeholders podem afetar o atingimento dos objetivos da empresa, é conseqüência que as decisões da empresa e, portanto, seu desempenho pode ser afetado pelas atividades dos stakeholders.*

Para uma efetiva gestão dos relacionamentos da empresa com seus *stakeholders*, torna-se imprescindível o mapeamento da importância deles. Esta necessidade levou a um objetivo secundário do trabalho, que é o mapeamento da importância dos *stakeholders* para um grupo de respondentes de uma pesquisa que estabeleceu quais fatores têm maior influência sobre o valor das empresas. Esta importância será baseada na influência que os *stakeholders* têm em incrementar tais fatores por meio de seus relacionamentos com a empresa.

De acordo com a importância dos relacionamentos com os *stakeholders*, é possível prever que os mais importantes têm maior atenção na destinação dos recursos e esforços corporativos.

Esta importância relativa é explicada, segundo a fundamentação teórica implementada, pelos três atributos: poder, legitimidade e urgência; consolidados, por Mitchell, Agle e Wood (1997: 874), como um modelo de identificação dos *stakeholders* em trabalho relacionado à Teoria dos *Stakeholders*.

Assim, é possível, por meio de uma pesquisa sobre atitudes, compor uma forma de análise das influências de cada um dos atributos para explicar a importância dos *stakeholders* para a amostra de respondentes. Isto espelha o ambiente em que seus negócios operam, que foi um outro objetivo secundário desta Tese.

A influência sobre o valor da empresa leva a uma maior atenção na destinação dos recursos e esforços corporativos para o *stakeholder*, fazendo com que suas demandas sejam atendidas com maior prioridade pelos administradores da empresa, embora sem excessos, em suas políticas de relacionamentos. Com esta hierarquização, é possível questionar qual *stakeholder* tem a supremacia sobre a fruição dos benefícios da empresa, o qual, para efeito da escolha de indicadores financeiros para critério de decisão, é o proprietário, segundo a Teoria de Finanças.

O questionamento sobre ser possível estabelecer algum *stakeholder* com supremacia, em especial de este ser o proprietário, levou ao objetivo principal do trabalho.

Com a fundamentação teórica, sob a ótica da teoria de finanças, da importância de fatores que agregam valor às empresas, viabilizados por meio de relacionamentos com *stakeholders*, foi possível iniciar um arcabouço conceitual para o estabelecimento de sistemas de informações gerenciais, baseado nos relacionamentos que a empresa mantém. Esta é a aplicação prática do alcance dos objetivos acima descritos e mais um dos objetivos secundários do trabalho.

### 3 – Justificativas

O equilíbrio no atendimento da demanda dos *stakeholders* é condição fundamental para a saúde econômica de um país. Se os holofotes das tradicionais políticas econômicas recaírem sobre taxas de juros, de câmbio e de inflação, haverá o risco de se cuidar do sintoma e não se cuidar da doença, a qual está sendo originada, justamente, pela gestão das instituições que direcionam os seus recursos para o ecossistema que as rodeia.

A boa gestão das empresas tem como critério preponderante de decisão o valor para o acionista. É um critério ideal; porém, sem um tratamento mais profundo sobre quem seriam tais proprietários, os proprietários atuais ou os em potencial são um bom exemplo de como a abordagem é imperfeita, o que levou aos escândalos corporativos pelos quais passaram as empresas americanas durante o ano de 2002 e à bolha dos preços das empresas ligadas à internet em 2001, denotando um desbalanceamento das relações entre os vários agentes econômicos que atuam nos mercados financeiros.

A adequabilidade de índices relacionados à "última linha do resultado das empresas", os quais espelham o retorno para os proprietários, tem se tornado objeto de questionamentos sobre sua adequação, dado o nível de agregação dos diversos componentes que os formam.

A desagregação que surge como sendo necessária para garantir maior credibilidade e uso aos modelos tem como representantes, entre outros, o modelo DuPont (Gitman, 1997: 126), que trabalha com informações contábeis, com a rede de valor para o acionista, a qual trabalha com dados projetados de mercado, e com o *Balanced Scorecard* (Kaplan e outros, 1997: 250), o qual propõe o uso de indicadores que retratem os fatores críticos de sucesso da empresa baseados num consenso entre a alta administração da empresa. Ainda que seja uma evolução, de um valor contábil para um valor econômico, a rede de valor para o acionista

(Rappaport, 1998: 56) continua sendo objeto de críticas por não levar em conta a dinâmica das restrições orçamentárias que fazem com que a importância e o poder relativo dos agentes econômicos que compõem a firma e a explicitação dos relacionamentos entre estes e os agentes situados no ambiente externo não sejam retratados e monitorados pelo planejamento financeiro. A evolução para este problema passa a ser uma rede de valor para o acionista, com a visualização da empresa como uma rede de relacionamentos em que os agentes atuem sob um regime de divisão de recursos escassos e arrecadados pela empresa.

Como o processo orçamentário é, normalmente, de difícil compreensão para agentes não afeitos à área financeira por se utilizar de complicados modelos contábeis e estatísticos, no caso de ser feito de uma maneira sistemática, como preconizado pelas teorias existentes, o diagnóstico de quais seriam os *stakeholders* privilegiados na distribuição dos recursos escassos torna-se uma maneira facilmente entendível para verificar os rumos estratégicos que a empresa está tomando e divulgá-los pela organização.

Com isto, a importância do estudo reside no auxílio para as empresas repensarem seu negócio por meio de uma abordagem sistemática que possa ser entendida por todos no estabelecimento de medidas que representem o desempenho dos *stakeholders*, ao invés da tradicional abordagem por centros de responsabilidade, constantes nas obras de contabilidade gerencial. Paralelamente, surge um auxílio à administração financeira em verificar se o processo orçamentário realmente está aumentando o valor da empresa ou haveria um desbalanceamento de poderes dentro da organização, levando-a a uma gestão desfavorável para seus proprietários no longo prazo.

#### 4 – Delimitação

Para a desagregação entre itens que espelhem o relacionamento e o poder relativo entre os agentes que compõem a firma jurídica e seu ambiente externo, é necessário buscar um arcabouço conceitual que os encare como definidores do valor da empresa para o proprietário, o qual em última análise é o *stakeholder* que vai se beneficiar do sucesso da organização.



#### 4.1 – Conceitual

A tese estará delimitada conceitualmente pela teoria dos *stakeholders* e pela teoria de finanças, esta última que contemplará, também, aspectos relacionados à teoria de agência e da economia dos custos de transação, estabelecendo um arcabouço conceitual, o qual terá como objetivo auxiliar as empresas a repensarem seus negócios por meio de uma ótica de relacionamentos.

O pano de fundo das análises dos resultados obtidos na pesquisa empírica contam com trabalhos consolidados na área de negócios em geral.

A teoria dos *stakeholders* tratará dos determinantes das relações entre os agentes e seus poderes relativos numa firma, e a teoria de finanças proporcionará as três políticas básicas de atuação do administrador financeiro.

#### 4.2 – Espacial

As teorias que fazem parte da tese são de publicação internacional, dado o estágio inicial de desenvolvimento no Brasil. As publicações norte-americanas são a maioria, em especial as da *Harvard Business School*.

#### 4.3 – Temporal

As teorias utilizadas são publicadas, em sua maioria, após 1995, e as outras, mais antigas, continuam atualizadas.

**Capítulo II:**

**METODOLOGIA DE DESENVOLVIMENTO DO TRABALHO**

## 1 – Metodologias Existentes

Os problemas observados pelo pesquisador geram uma inquietação pela incapacidade da teoria em responder às questões sobre o tema de pesquisa. Para resolver as questões que se abrem com o conhecimento já estabelecido, o pesquisador passa a fazer uma intensa pesquisa sobre o estado da arte sobre o tema e seu estudo estará completo quando houver uma verificação de suas hipóteses.

A análise sobre o conhecimento acumulado sobre o tema direcionará o pesquisador para o tipo de metodologia mais adequado.

Os fatos que ocorrem no ambiente social, econômico, político, psicológico, cultural e educacional, entre outros, que englobam relações de caráter humano e social podem ser relacionados através de idéias, que podem ser submetidas à verificação. Estas idéias, quando inter-relacionadas de maneira lógica e consistente, constituem teorias.

Lakatos e Marconi (1985: 109) mencionam:

*"teoria não é especulação, mas um conjunto de princípios fundamentais, que se constituem em instrumento científico apropriado na procura e, principalmente, na explicação dos fatos".*

Por existirem apenas na imaginação dos cientistas, as teorias necessitam de validação. Para se proceder a esta validação, os enunciados gerais das relações entre variáveis, chamadas de hipóteses, são objeto de uma pesquisa.

O assunto a ser pesquisado, numa forma genérica, é denominado de tema, enquanto que a indagação central do pesquisador é denominada de problema. O significado da hipótese proposta constitui a questão central a ser respondida, que é o objetivo da pesquisa.

O instrumento para direcionar o trabalho de pesquisa, resolvendo os problemas e comprovando suas hipóteses, com confiabilidade, é a metodologia a ser empregada. Existem diversas metodologias, dentre as quais deve ser escolhida uma; decisão esta sempre dependente do tema, dos problemas e dos objetivos do estudo.

Independente da metodologia a ser escolhida, Castro (1978: 58-67) classifica as pesquisas em relação à utilização prática de seus resultados:

Tipo de Pesquisa	Características
Pesquisa Aplicada	Tem resultados aplicáveis hoje e relacionados a outras pesquisas.
Pesquisa Pura	Motivadas pela curiosidade e pela necessidade de compreensão do pesquisador e seus resultados podem ser aplicados no futuro.

**Quadro 1:** Classificação de uma pesquisa em relação à utilização prática dos seus resultados

Em paralelo a esta tipologia, a situação do conhecimento sobre o tema classifica as pesquisas em originais ou diagnósticas (Abrantes Filho, 2001: 86-87).

A pesquisa original busca avançar no conhecimento científico e trabalha com temas e linguagens complexos que, ainda, não encadeados. A pesquisa diagnóstica possui, através das pesquisas anteriores, uma boa base teórica e busca um posicionamento claro a partir de idéias difusas.

A análise a respeito do conhecimento acumulado sobre o tema direcionará o pesquisador para um tipo de pesquisa que é definida em duas dimensões, segundo o consenso das obras sobre o tema.

- Conforme forem utilizadas as conclusões geradas pela pesquisa, o trabalho pode ser exploratório, também chamado de original; ou descritivo e causal, também chamados de diagnósticos.
- A outra dimensão se refere à natureza da variável pesquisada, que pode ser quantitativa ou qualitativa. A escolha da variável a ser pesquisada leva de imediato a uma abordagem positivista, no caso de ser quantitativa, ou a uma abordagem fenomenológica ou dialética, no caso de ser qualitativa.

### 1.1 – Quanto à Utilização das Conclusões Objetivadas

Selltiz e outros (1974: 59) definem dois grandes grupos de pesquisas de acordo com a base teórica utilizada pelo pesquisador para formular suas hipóteses.

Tipo de Pesquisa	Características
Pesquisa Exploratória	Busca a familiarização dos fenômenos ou conseguir novas compreensões, ampliando o conhecimento sobre determinado assunto e esclarecendo conceitos.
Pesquisa Conclusiva	Partem de muitos conhecimentos anteriores do problema a ser pesquisado, são bem estruturadas e propõem objetivos bem definidos.

**Quadro 2:** Classificação de uma pesquisa em relação ao grau de cristalização de seu objetivo

As pesquisas conclusivas podem ser divididas em duas tipologias:

Pesquisa Conclusiva Descritiva: explicita os dados de características dos grupos, estima a existência de determinadas características e verifica a existência de relações entre as variáveis. Este tipo de pesquisa não explica ou formula teorias a respeito, restringindo-se a descrever e explicar fenômenos. Desta maneira, a influência do pesquisador sobre os resultados obtidos é baixa.

Pesquisa Conclusiva Causal: ao contrário da descritiva, a causal explica de que modo ou por que os fenômenos acontecem, gerando teorias a respeito e, conseqüentemente, sujeita à influência dos juízos de valor dos pesquisadores sobre as conclusões. Na pesquisa causal, algumas variáveis podem ser manipuladas pelo pesquisador, a fim de obter explicações através da relação de causa-efeito.

Selltiz e outros (1974: 60) afirmam, sobre pesquisas exploratórias e conclusivas:

*“Na prática, esses diferentes tipos de estudos nem sempre são nitidamente separáveis. Qualquer pesquisa considerada pode conter elementos de duas ou mais funções descritas como características de diferentes tipos de estudo”.*

## 1.2 – Quanto ao Tipo de Variável Pesquisada

Independente de como os resultados obtidos serão utilizados, as características escolhidas pelo pesquisador para descrever um fato permitem que este seja observável. Estas variáveis podem assumir duas formas: quantitativa e qualitativa.

Tipo de Pesquisa	Características
Pesquisa Quantitativa	Mede as variáveis representantes da realidade, considerando-a já entendida.
Pesquisa Qualitativa	Entende e divide a realidade.

**Quadro 3:** Classificação de uma pesquisa em relação à variável representante da característica estudada

Sobre a pesquisa quantitativa, Godoy (1995: 58) afirma:

*“...o pesquisador conduz seu trabalho a partir de um plano estabelecido a priori, com hipóteses claramente especificadas e variáveis operacionalmente definidas”.*

Sobre a pesquisa qualitativa:

*“... a pesquisa qualitativa não procura enumerar e/ou medir os eventos estudados, nem emprega instrumental estatístico na análise dos dados. Parte de questões ou focos de interesses amplos, que vão se definindo à medida que o estudo se desenvolve”.* (Godoy, 1995: 58).

A diferenciação entre estes dois tipos de pesquisa pode ser sintetizada pela possibilidade de identificação de variáveis novas, que não são de conhecimento do pesquisador. A qualitativa as identifica, enquanto que na quantitativa tais possibilidades serão desconsideradas.

Desta forma, a possibilidade de formulação de teorias novas é maior na pesquisa qualitativa, enquanto que a pesquisa quantitativa atua apenas na validação das teorias já existentes.

Há a possibilidade de uma pesquisa se basear em pesquisas tanto qualitativas como quantitativas. A utilização deste método se daria nos casos em que a mensuração quantitativa alterasse a pesquisa suficientemente para justificar o questionamento dos significados teóricos. Desta maneira, é necessária uma nova formulação de hipóteses, constituindo uma nova teoria, seguida de uma nova verificação, esta última através de um método quantitativo.

## 2 – Metodologia Adotada e Justificativas

Tratando-se de um estudo para verificar os grupos que têm supremacia na fruição de recursos da empresa, que, no senso comum, foram sempre os proprietários, esta pesquisa não tem resultados aplicáveis hoje, mas suas implicações podem ocorrer no futuro, dado que os modelos de avaliação de desempenho podem evoluir para mensurar o atendimento das demandas de outros *stakeholders*, que podem ser mapeados com a contribuição da fundamentação teórica constituída neste trabalho. Da mesma forma, é interessante uma evolução para um método quantitativo que englobe os vários *trade-offs* em atender as demandas dos *stakeholders* devido à escassez de recursos da firma. Em função da falta de aplicabilidade no momento e pela escassez de fóruns de discussão sobre o tema, a pesquisa pode ser caracterizada como pura.

Por contar com uma base teórica de pesquisas anteriores na área de finanças e sobre a teoria dos *stakeholders*, os seus produtos finais são posicionamentos que relacionem estas duas áreas do conhecimento, fazendo com que a pesquisa seja preponderantemente conclusiva. Explicando as características dos grupos em relação à importância para a criação de valor para a empresa sob a ótica da teoria dos *stakeholders* e de finanças, a pesquisa descreve fenômenos, tratando-se de uma pesquisa conclusiva descritiva.

A obtenção de fatores que agreguem valor para a empresa é uma tarefa que pode ser implementada por uma pesquisa bibliográfica. No entanto, a gama de fatores obtida por este meio pode não ser suficiente para abranger todos aqueles que o mercado está valorizando. Para contornar este problema foi implementada uma pesquisa qualitativa que procurou entender como o valor é percebido pelos potenciais investidores da empresa.

A partir dos fatores obtidos com esta pesquisa qualitativa, foi composta uma pesquisa quantitativa que verifica o grau de importância desses fatores para uma amostra mais representativa, os quais representam relações com os *stakeholders* definidas por uma análise baseada por pesquisa bibliográfica.

Assim, os fatores foram segregados em relacionamentos que o geram, que são feitos junto a *stakeholders*.

**Capítulo III:**  
**FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**



## 1 – Introdução

### 1.1 – Problemas do Planejamento Financeiro

Existem controvérsias sobre quais seriam os grupos de agentes que detêm o direito de tomar decisões que influenciem no destino da empresa com a qual se relacionam, ou sobre quais grupos que têm o poder de controle sobre ela. Baseado na visão tradicional do detentor do direito residual, as técnicas de planejamento e controle financeiro têm privilegiado medidas de desempenho que retratem o retorno para os proprietários, que geralmente contemplam apenas a última linha das demonstrações de resultados. Tal fato é corroborado por algumas situações que são verificadas no processo do planejamento financeiro.

As empresas, para terem sucesso em suas empreitadas, necessitam dar atenção a todos os agentes que se relacionem com ela, sendo assim sua responsabilidade com todos. No entanto, houve um incremento das técnicas de avaliação de desempenho que estão focadas em indicadores do que a empresa está fazendo para a riqueza de apenas um destes interessados, que é o acionista. Tal tratamento quantitativo está desenvolvido justamente porque as medidas financeiras tradicionais estão baseadas em um paradigma de criação de valor com o pressuposto dos direitos financeiros, o que desencadeia análises do tipo retorno sobre o investimento, retorno sobre o patrimônio líquido e valor econômico agregado, entre outras. Com isto, todas as decisões estão baseadas nos indicadores relacionados a este específico *stakeholder*, que se tornou soberano.

O termo *stakeholder*, encontrado várias vezes neste trabalho, merece uma consideração especial. Literalmente, o termo *stake something* significa “*dizer que tem um direito de ter alguma coisa*” (Wehmeier, 1993: 608), sem especificar a delimitação temporal deste direito e podendo se referir a presente ou futuro, este último sendo potenciais benefícios ou custos. Desta definição, conclui-se que um *holder*, cuja tradução é “*uma pessoa que tem ou possui algo e o mantém em sua mão*” (Wehmeier, 1993: 306) de um *stake* é a pessoa física ou jurídica que tem um direito de ter alguma coisa. Traduzindo a definição para um *stakeholder* de uma empresa, tal pessoa tem o direito de ter alguma coisa da empresa e este direito não será entendido como sendo voluntário, mas sim que ocorre independentemente da vontade do interessado.

Desta forma, todas as pessoas jurídicas e físicas que são influenciadas pela empresa são os seus *stakeholders*. Medidas financeiras que retratem separadamente o relacionamento com outros interessados, além dos proprietários, devem passar por uma redefinição da empresa em que a criação de valor começa com o reconhecimento de que os diversos agentes que fazem contratos para que a organização atinja seus objetivos afetam o processo de criação de valor.

As razões da supremacia dos proprietários da empresa estão relacionadas ao poder que eles detêm de demitir ou contratar os executivos, fazendo com que estes estejam sempre dispostos a melhorar os indicadores que retratem tão somente os resultados para seus "patrões", indicadores estes imperfeitos por contemplarem informações para um único *stakeholder* ou agregados demais ou, então, refletindo ações de curto prazo.

Porém, razões adicionais para a utilização exacerbada do conceito de que o administrador deve buscar maximizar a riqueza de quem o contratou, podem ser encontradas:

- **Arranjos Institucionais:** é difícil de se encontrar, na prática, arranjos que incorporem os interesses de não acionistas, particularmente em termos de seus efeitos para o desempenho econômico. A forte ênfase dos órgãos reguladores de divulgação de informações ao mercado tem sido em indicadores que retratem a estrutura tradicional das demonstrações contábeis, em que a riqueza para o proprietário é o foco principal; tal situação tem tido uma evolução quando são encontrados setores regulados em que uma agência governamental impõe planos de metas que retratem o relacionamento com alguns *stakeholders*, entretanto esta visão é, ainda, restrita a poucos agentes ou à obrigatoriedade de divulgação de demonstrações específicas, como o balanço social.
- **Facilidade de Identificação:** a dificuldade para que os *stakeholders* sejam identificados e a plena disponibilidade de medidas de desempenho da empresa para com os acionistas têm contribuído para a manutenção da visão da empresa como responsabilidade maior para com seus proprietários. É muito complexa a definição de quem são os outros *stakeholders* e a determinação de quais são seus interesses, tornando-se este o primeiro passo para o necessário desenvolvimento de indicadores de desempenho mais amplos.

- **Resistência a mudanças:** Tal fato está consolidado pela prática que vem passando de gerações a gerações, em que há resistências culturais e econômicas a mudanças.
- **Sucesso da Economia Americana nos anos 1990:** os Estados Unidos obtiveram a maior taxa de crescimento real do PIB na segunda metade desta década, entre os sete países mais industrializados do mundo.

País	Crescimento do PIB (% ao ano entre 1990-1995)	Crescimento do PIB (% ao ano entre 1995-2000)
Estados Unidos	2,4	4,1
Canadá	1,7	3,7
França	1,0	2,6
Alemanha	1,2	1,7
Itália	5,1	2,4
Japão	1,4	1,3
Reino Unido	1,6	2,8

**Quadro 4:** Crescimento econômico comparativo entre os sete países mais industrializados do mundo (Mondschean e Scott, 2002: 17)

A própria realidade contradiz a prática da área de finanças e contabilidade, que enfocam o valor para o acionista como o objetivo supremo a ser alcançado de qualquer maneira. Isto pode ser observado através do conceito de direito de propriedade, que inclui restrições contra usos que prejudiquem outros que se relacionem com a firma (Donaldson e Preston, 1995: 83). Desta maneira, os gerentes e a empresa devem proteger o interesse de todos os *stakeholders* previsto em legislações pertinentes.

É reconhecido que existem dois modelos clássicos de governança corporativa: o modelo anglo-saxônico e o modelo nipo-germânico.

	Anglo-Saxônico (EUA e Inglaterra)	Nipo-Germânico (Europa Continental e Japão)
<b>Atuação dos Administradores</b>	Obrigação de agir em nome dos acionistas	Obrigação de agir em nome dos acionistas e de um conjunto mais amplo de interesses
<b>Objetivo da Administração</b>	Criação de valor apenas para os acionistas	Repartição dos ganhos entre um conjunto mais amplo de agentes

Quadro 5: Comparação entre dois modelos clássicos de governança (Almeida, 2001: 26-30)

A racionalidade por trás dos que advogam o modelo anglo-saxônico vem sendo questionada sobre sua universalidade para todos os mercados, já que pressiona fortemente as empresas a aumentarem a lucratividade, no sentido usual de lucro para o acionista, que pode ser obtida através de redução de custos ou geração de receitas.

A obtenção de lucros através da redução de custos, que levam a salários menores, é bem vista em economias em que o custo de transação para atividades mais produtivas é baixo, porém isto é potencialmente problemático em países que:

- a) **não toleram mudanças:** culturas que não estão acostumadas a mudanças com facilidade impõem limites pessoais e institucionais à execução de novas atividades.
- b) **Não têm estrutura ou perfil empreendedor:** a realocação da mão-de-obra demitida enfrenta barreiras nestes mercados.
- c) **Têm dificuldades de reestruturação das corporações:** histórico de problemas em reestruturações causam reações a este tipo de práticas de gestão.

Note-se que a economia americana não tem os problemas descritos acima e tem experimentado significantes aumentos de emprego e de horas trabalhadas.

País	Crescimento Anual do Emprego 1989-1998 (%)	Crescimento das Horas Médias Anuais Trabalhadas 1979-1998 (horas)
Estados Unidos	1,3	61
Canadá	1,1	-25
França	0,3	-179
Alemanha	0,3	-202
Itália	-0,2	n.d.
Japão	0,5	-228
Reino Unido	0,4	-84

**Quadro 6:** Crescimento do emprego comparativo entre os sete países mais industrializados do mundo (Mondschean e Scott, 2002: 30)

O forte crescimento do emprego americano pode ter encoberto os problemas que a supremacia do valor para o acionista trazem para os outros *stakeholders*, que têm imposto custos aos últimos. Alguns indícios disto podem ser encontrados num contínuo movimento de fusões e aquisições, o que causa um desequilíbrio nas relações de poder com os *stakeholders* e que, na maioria das vezes, leva à destruição do valor para os acionistas, muito embora sejam feitas para ter o efeito contrário; e nos recentes episódios de práticas contábeis para inflar lucros levadas a cabo pelos executivos.

O modelo nipo-germânico vem sendo utilizado em vários mercados emergentes, como o brasileiro, e que não têm as características que propiciaram o sucesso do modelo anglo-saxão, como o americano:

- Na Coreia do Sul, está sendo difícil a construção de sólido mercado de capitais para empresas, em virtude de que é difícil comunicar o conceito de valor para o acionista para pequenos conglomerados, chamados de *Chaebol*. Esta dificuldade vem ocorrendo apesar das pressões de bancos de investimentos, firmas de consultoria e companhias de auditoria que atuam globalmente (Khanna e Palepu, 1999: 127).

- Os bancos islâmicos não têm o lucro como único objetivo, pois os fundos sob sua administração têm de ser investidos em conformidade com os princípios religiosos. Há uma comissão fiscalizadora, a *Shari'ah*, que supervisiona as operações de cada instituição e discute produtos e transações atuando, também, como empresas de contabilidade emitindo relatórios anuais que atestam a conformidade das operações dos bancos com as leis e regulações da *Shari'ah* (Esty, Qureshi e Millet, 2000: 4).

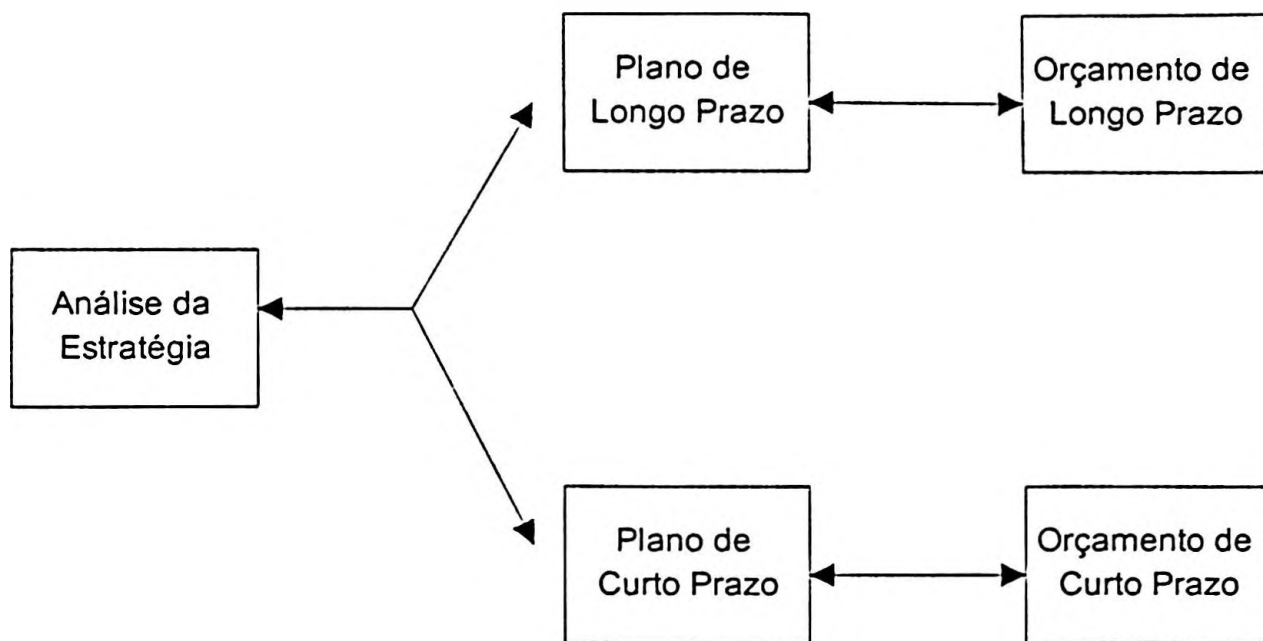
Estes exemplos atestam que, apesar de ser veiculado em tratados sobre finanças e nos meios de comunicação que os indicadores para os acionistas são soberanos, há uma clara prioridade para outros interesses.

A gestão empresarial é baseada numa definição clara dos objetivos que a empresa está tentando atingir, porém tais objetivos existem primeiramente no “campo das idéias” dos executivos encarregados de formulá-los. Tais idéias carecem, neste momento inicial, de constatações sobre a sua viabilidade, que foram elaboradas através de observações adquiridas durante a experiência do dia-a-dia. Estes planos concebidos podem contemplar interesses pessoais ou hipóteses irreais e que, portanto, precisam ser melhor exploradas.

Daí surge uma das funções primordiais da área financeira das empresas: a de prover um plano que quantifique as idéias e planos dos executivos para certificar a atratividade da ação planejada.

Numa abordagem menos evoluída, podem-se observar empresas que utilizam o orçamento como um indicador da necessidade de fundos para um período de, no máximo, um ano.

Estando relacionado a ações planejadas, o orçamento pode refletir tanto as ações de curto e de longo prazo da corporação, e, portanto, a sua estratégia. Para isto, o período de elaboração é estendido contemplando vários períodos.



**Figura 1:** Estratégia, planejamento e orçamentos (Horngren, Foster e Datar, 2000: 179)

As formas da montagem deste plano financeiro podem ser subdivididas em dois grupos:

- a) Orçamentos feitos “de baixo para cima”: Têm a vantagem de deixarem os funcionários mais comprometidos, por permitir a participação destes, e de tirar proveito dos conhecimentos mais específicos de quem atua diretamente executando os planos. Apesar destas vantagens, o poder de informar as características das condicionantes do plano de ação dá aos funcionários oportunidade de manipular informações para conseguirem seus objetivos pessoais ao invés de zelarem pela maximização do valor das ações dos proprietários.
- b) Orçamentos feitos “de cima para baixo”: Têm a vantagem de serem baseados em comparativos com concorrentes e de garantirem que sejam atingidas as exigências dos proprietários. Têm o risco de serem baseados em metas não realizáveis por terem sido feitos por uma administração sem bons conhecimentos do negócio em que opera.

Estas duas formas de elaboração do plano financeiro refletem um ativo fundamentalmente importante para a sua elaboração, que são as premissas sobre o ambiente em que a empresa opera. Estas premissas é que vão direcionar a linha de

ação a ser tomada, tendo como critério para decisão da ação adequada alguns indicadores financeiros que reflitam as expectativas dos proprietários e executivos.

A respeito destas premissas, Leahy (2002: 142) identificou as queixas mais comuns dos executivos e consultores de empresas americanas a respeito da elaboração dos orçamentos corporativos. Entre as queixas encontram-se:

- **Quase nunca dão suporte às estratégias da empresa:** na elaboração, em algum momento, os resultados previstos não contam com uma verificação de suas bases nos planos dos executivos.
- **Estimulam o uso de estratégias com interesses puramente individuais:** em razão do processo orçamentário se realizar com uma discussão das premissas com funcionários que se encontram no jogo político da organização, sempre há um agente mais influente que direciona os planos para a sua conveniência.
- **Baseiam-se em hipóteses sem fundamentos:** os palpites ocorrem freqüentemente em razão das barreiras ao acesso das informações e aos conhecimentos das técnicas para elaboração das premissas.

Resumindo, as deficiências cognitivas sobre as técnicas orçamentárias e as barreiras ao acesso às informações impedem que se faça o pleno uso da tradicional teoria econômica para o estabelecimento das premissas em bases fundamentadas. Ainda assim, a existência de poderes e alianças dentro da comissão orçamentária leva à necessidade de um mapeamento de influências, os quais irão determinar o plano orçamentário aprovado. Tal plano, com certeza, terá uma marca política muito maior do que seria de se esperar de uma análise econômica representativa do mercado. A abordagem dos *stakeholders* abrange o mapeamento da influência que tanto impacta no plano financeiro da empresa, que está num ambiente que não é tão livre quanto as abordagens tradicionais apregoam:

*“as premissas normativas da tradicional teoria econômica não são capazes de suportar a teoria dos stakeholders, e o conceito de um mercado livre formado por agentes livres e racionais, embora correto e importante, é compatível tanto com a abordagem dos stakeholders como a não stakeholder”* (Donaldson e Preston, 1995: 81).



A obtenção das informações sobre as premissas, que são os insumos para os planos orçamentários, necessita de uma análise sistemática que priorize as ações a serem tomadas, dentre as quais podem ser mencionadas:

- A análise do ambiente externo: procura diagnosticar o que ocorre fora das fronteiras da empresa em relação às necessidades, oportunidades, ameaças, dificuldades e recursos disponíveis. Para isto são elaborados cenários que, posteriormente, são quantificados e traduzidos para um enfoque “macro-micro”, em que o ambiente externo determina o que a empresa vai atingir, colocando-a numa posição passiva em relação a ele, pois as decisões são tomadas unicamente para responder aos eventos do ambiente. Esta análise invariavelmente ocorre através de análise de conjuntura para o mercado em que a empresa atua.
- A análise do ambiente interno: compreende a empresa-objeto do orçamento e trata de recursos humanos, tecnologia e sistemas de informações necessários para fazer frente ao que foi definido como esperado na análise do ambiente interno.

As análises apresentadas são as fortemente utilizadas tanto na montagem de baixo para cima quanto na de cima para baixo por justificarem as políticas de investimentos, de financiamentos e de dividendos futuras em um parâmetro externo à empresa, que a leva a “fazer ou morrer”. Embora sendo um argumento forte, este é usado com expectativas distorcidas e irreais, o que dificilmente é contornado pela ausência de informações isentas de uma manipulação que seja feita por razões pessoais ou formado por viéses de decisão. A questão que se abre, num processo orçamentário composto por uma comissão orçamentária formada pelos responsáveis pelos vários departamentos, a qual revisa as estimativas e decide por critérios gerais é, até que ponto, a abordagem das análises do ambiente externo e interno são substituídas por uma abordagem de privilegiar determinados grupos econômicos que interagem com a empresa. Em tese, tal abordagem deve ser condizente com os tradicionais resultados encontrados nas demonstrações financeiras que são o produto do orçamento feito pelas análises externas e internas, nesta seqüência.

O tradicional orçamento, portanto, já contempla a abordagem dos *stakeholders*.

Em razão da ocorrência de três fatores, a saber:

- 1) a acelerada dinâmica das transformações que ocorrem nos mercados, especialmente os emergentes e do terceiro mundo;
- 2) a excessiva desconfiança nas instituições que garantem o cumprimento de contratos celebrados entre as partes, e
- 3) culturas organizacionais voltadas para a influências de grupos.

O orçamento passa a ser uma peça, em cuja elaboração reflete os interesses de grupos de agentes que se relacionam com a empresa, o que o torna mais permeável às constantes mudanças que ocorrem após sua implementação. Desta maneira, as três políticas financeiras básicas surgem em razão da prioridade para atendimento a demandas de *stakeholders*, que levará a empresa, em tese, a atingir o máximo resultado, que, em termos financeiros, é composto por ganhos de capital e dividendos providos aos proprietários da empresa.

Este enfoque vai ao encontro da abordagem tradicional e permite encontrar motivos mais fundamentados para a atuação do administrador financeiro em relação às três políticas básicas em que atua.

As disputas pelos recursos da empresa passa por entender o poder de influência de todos os agentes que afetam as decisões corporativas ou que, numa visão não tão consolidada, são influenciados por elas. A busca pelo equilíbrio entre estas influências torna-se o objetivo do planejamento financeiro, quando é tratado sob o enfoque dos contratos entre os *stakeholders*.

Apesar de, normativamente, ser atestado que os gerentes têm a incumbência de administrar a empresa com base no equilíbrio das relações, não há garantias de que isto ocorra. Para que qualquer desconfiança acerca de ações oportunistas por parte dos executivos às custas de outros *stakeholders* não ocorra, é necessário que a alta administração adote estratégias de governança corporativa e políticas que mantenham um apropriado balanço entre os interesses de diferentes agentes. As políticas devem reconhecer, então, que há um valor intrínseco de cada *stakeholder* para a empresa e sua gestão, através de um modelo que tenha suporte conceitual, constituindo-se numa vantagem competitiva que cria valor.

Esta governança deve ser exercida moderando os relacionamentos, que a princípio parece ser um jogo de soma zero, pois há disputas por um recurso escasso. Este jogo de soma zero tem mais chances de ocorrer em setores de negócios já maduros e consolidados, o que não é verdade para setores em desenvolvimento, em que se pode esperar que os benefícios para um grupo de *stakeholders* não precisam ser, necessariamente, às custas de outros grupos. É possível, então, a multiplicação do valor através da adequada gestão dos relacionamentos com os *stakeholders*, abrindo a possibilidade para a cooperação, ao invés da competição esperada a princípio.

A governança corporativa é feita por contratos celebrados entre, principalmente, a administração e os outros *stakeholders*, em negociações que vão levar ao equilíbrio ou ao desequilíbrio. Quanto mais completos forem estes contratos, menor será o desequilíbrio causado por ações oportunistas destas partes. Entre as fontes de imperfeição, têm-se os *stakeholders* não considerados nos acordos e a multiplicidade de contratos entre os mesmos que não passam pela gerência, que é vista como um “nó comum para toda a rede”.

Não é garantido que o controle gerencial será exercido para os proprietários, mas sim que será exercido para a empresa, podendo, desta forma, moderar todas as relações através de uma coordenação múltipla dos *stakeholders*.

O proprietário pode, através do sistema tradicional, destituir o gestor, fazendo atribuição de sua revisão periódica dos resultados, o que não garante o equilíbrio das relações entre os *stakeholders* e abrindo margem para ações oportunistas. Isto impele o executivo a tomar ações que um único *stakeholder* deseja - o proprietário - abrindo a questão: o direito residual aos lucros deve ser do proprietário?

## 1.2 – Teoria dos *Stakeholders*

Existem vários casos de programas implementados pelas empresas com vistas a contribuir para o desenvolvimento de outros agentes econômicos que não têm uma clara explicação de sua relação com a criação de valor para o acionista.

Estes outros agentes podem ser os funcionários, os clientes, os fornecedores e a comunidade, entre outros. Do ponto de vista financeiro, há divergências se tal relacionamento se refletirá em benefícios para a empresa que implementa ações deste tipo. Tal realinhamento, em que a moderna empresa assume responsabilidades sociais, é chamado de teoria dos *stakeholders*:

*“A teoria dos stakeholders é uma resposta desenvolvida para a visão de que a empresa deve ser gerenciada de uma maneira que maximize a riqueza de seus acionistas. Esta teoria sugere que haja uma multiplicidade de grupos tendo uma parte nas operações da empresa e todos eles merecem considerações na tomada de decisão” (Lea, 1999: 153).*

A própria definição de *stakeholder* passou por uma evolução desde 1963 e pode ser resumida em cinco períodos que refletem a inclusão de novos conceitos, com base na cronologia de Mitchel, Agle e Wood (1997: 858):

1963 a 1987 (Dependência): as definições giravam em torno de que o relacionamento devia ser essencial para as duas partes, sendo que tal relacionamento afetava a ambas.

1987 a 1989 (Relação Contratual): as definições de dependência continuaram a ser válidas com a inclusão de um contrato entre as partes

1989 a 1991 (Direitos de Propriedade): os direitos de propriedade são mencionados, fazendo uma clara ligação com o campo jurídico.

1992 a 1994 (Legitimidade): o conceito de legitimidade é usado para fundamentar a existência de contratos implícitos ou explícitos e o exercício dos direitos de propriedade.

1994 até hoje (Criação de Valor): as definições buscaram enfatizar o valor em risco para as partes envolvidas, sendo um enfoque econômico.

Os pontos mais questionáveis da teoria têm girado em torno dos aspectos relacionados a:

- a) **Identificação do Stakeholder**: qual tipo de entidade pode ser um *stakeholder*.
- b) **Definições vagas**: a falta de uma definição concreta e conceitualmente consistente sobre o que seja um *stakeholder* e quais os atributos fundamentais que ele possui.
- c) **A amplitude da definição**: no sentido estrito, a definição mais aceita tem sido a que trata daqueles que afetam a firma, entretanto, uma definição mais abrangente inclui aqueles que são afetados por ela em relações voluntárias ou involuntárias. Adicionalmente, a identificação que caracteriza os *stakeholders* como somente os que realmente importam para a administração, dada suas limitações de recursos, tempo e atenção, também é tida como restrita, bem

como aquelas que não contemplam influências que possam ocorrer apenas no futuro.

A abordagem de se entender a empresa como uma rede de relações é um método analítico que busca ampliar a função da administração de maximizar lucros numa função que inclua os interesses e demandas dos outros grupos, não acionistas. Quando teoria, tal abordagem busca um raciocínio sistemático para responder quais grupos são *stakeholders* e quais não o são. Mitchell, Agle e Wood (1997: 853) reconhecem que a abordagem ainda não conseguiu atingir uma caracterização plena como teoria.

Utilizada para compreender a firma na sociedade, a teoria dos *stakeholders* foca na importância das relações entre gerentes e *stakeholders* e pode ser abordada de uma maneira normativa, instrumental ou empírico-descritiva (Donaldson e Preston, 1995: 74):

- **Normativa:** como os gerentes devem lidar com os *stakeholders* da empresa, apelando para conceitos como: direitos individuais ou de grupos, contratos sociais ou utilitarismo, o uso do valores monetários para atingir os meios; a posição de que os *stakeholders* têm interesses legítimos e um valor intrínseco para a empresa é o foco central da teoria e tido como verdadeiro
- **Instrumental:** prevê o que acontecerá se os gerentes agirem em relação aos *stakeholders* de uma certa maneira, tendo esta atuação um efeito sobre o desempenho da organização, ou seja, se certas práticas são levadas a cabo então certos resultados serão observados. É proposto que a empresa, praticando a gestão dos relacionamentos com os *stakeholders* e outros fatores permanecendo iguais, irá ter relativo sucesso nos indicadores de desempenho tradicionais, sendo estes a lucratividade, a estabilidade e o crescimento, entre outros.
- **Descritiva/Empírica:** como os gerentes se relacionam, na realidade, com os *stakeholders*, verificando se os conceitos que fazem parte do arcabouço teórico correspondem à realidade observada. A teoria apresenta e explica as relações que são observadas no mundo externo, descrevendo a empresa como uma constelação de cooperativos e competitivos interesses que têm um valor intrínseco.

A acuracidade da teoria depende do pressuposto normativo de que todos os interesses têm um valor intrínseco. O valor intrínseco do interesse de um *stakeholder* é o valor que seu atendimento agrega para a empresa como um todo, numa clara relação econômica de custo-benefício.

A finalidade da análise sob a ótica dos três aspectos propostos está em estabelecer como a teoria está posicionada nestes, sendo que esta análise a direcionará para os usos prescritos por aspectos em que ela for forte. O aspecto normativo da teoria é o mais forte sem dúvida, haja vista que não há garantias de que a administração não agirá de maneira oportunista sobre os *stakeholders*, como se pode observar pela necessidade de existirem agências reguladoras em países com setores de utilidade pública privatizados recentemente (Ogden e Watson, 1999: 537).

Comparada com outras teorias normativas de visualização da firma, como a teoria neoclássica, a teoria comportamental, a teoria dos jogos cooperativos ou a teoria dos custos de transação, Donaldson e Preston (1995: 70) chegaram à conclusão de que a teoria dos *stakeholders* é diferente e melhor em pontos fundamentais:

- **A Teoria dos *Stakeholders* é mais flexível em explicar e guiar a estrutura e a operação de uma empresa já estabelecida:** através de numerosos e diversos participantes que têm múltiplos e não congruentes propósitos.
- **A Teoria dos *Stakeholders* é geral e compreensiva:** não é vazia, indo além de uma observação descritiva do tipo “a organização tem *stakeholders*” . De fato, a via de duas mãos proposta pela teoria dos *stakeholders* tem uma supremacia sobre as outras teorias, que vêem a empresa sendo passiva dadas as alterações no ambiente externo.

Os assuntos tratados pela teoria dos *stakeholders* foram resumidos por Malvey, Fottler e Slovensky (2002: 66):

- como os *stakeholders* têm canalizado as atenções da administração das empresas;
- atributos associados com a importância dos *stakeholders* para os executivos;
- ameaças às relações entre os *stakeholders*;
- como as organizações formam coalisões com os *stakeholders* para atingir seus objetivos;
- o impacto da gestão dos relacionamentos com os *stakeholders* no desempenho financeiro;
- a influência da estrutura da rede de relações com os *stakeholders*;
- como os executivos podem balancear com sucesso as demandas dos vários grupos de interessados, sendo que tais demandas competem entre si;
- exame dos diversos aspectos de poder e relações entre os *stakeholders*;
- a avaliação da efetividade das estratégias de gestão do relacionamento com os *stakeholders*.

As proposições feitas pela teoria de *stakeholders* são reconhecidamente carentes de verificação empírica e os instrumentos e medidas para avaliar o desempenho do relacionamento da organização com os *stakeholders* têm sido simples, fracos e pouco entendidos. Entre os instrumentos podem-se citar:

- *Balanced Scorecard* (Kaplan e outros, 1997);
- *Stakeholder Report Card* (Malvey, Fottler e Slovensky, 2002).

A visualização do ambiente em que a empresa opera no tocante aos agentes que a influenciam e que sofrem influências de suas políticas financeiras, sendo que tais influências têm uma relação custo-benefício, leva a tratar a atuação de um executivo financeiro com parâmetros em seus *stakeholders*. Para isto, é importante definir, medir e monitorar os interesses dos *stakeholders*, além de os associar aos indicadores de desempenho da empresa.

### 1.3 – Gestão Estratégica e a Conveniência com os *Stakeholders*

A verdadeira origem dos resultados empresariais está no relacionamento em que vários agentes econômicos mantêm, com isto a qualidade deste relacionamento se torna fundamental para a organização ter sucesso. Dado este fato, que é amplamente difundido pela teoria dos *stakeholders*, foi proposto um processo de gestão colocado de uma forma sistemática, que consiste na clara identificação de cada um dos relacionamentos e de suas importâncias para estabelecer estratégias para monitorar tais relações.

O processo de gestão dos relacionamentos com os *stakeholders* visa a que, após identificada a importância dos *stakeholders* definidos na fase inicial do processo, há de se estabelecerem táticas para a gestão dos relacionamentos com os mesmos e é composto dos seguintes passos (Malvey, Fottler e Slovensky, 2002: 69):

- 1) Identificação de todos os *stakeholders* relevantes;
- 2) Identificação de todos os *stakeholders*-chave;
- 3) Diagnosticar os *stakeholders*-chave, classificando-os;
- 4) Formular, implementar e avaliar as estratégias de relacionamento com os *stakeholders*.

A necessidade de utilização da abordagem proposta antecede à própria elaboração do planejamento orçamentário, visto que as políticas propostas serão baseadas neste “caleidoscópio de relacionamentos” em que a organização está inserida. A visão de que o planejamento dos relacionamentos é anterior ao planejamento orçamentário traz à organização um plano muito mais perene e importante. Importante por que as mudanças de cenas, eventos e padrões de interações entre os agentes necessitam ser monitorada antes de qualquer mudança, devido às instabilidades na economia, e perene devido à estabilidade maior que o diagnóstico das relações entre os agentes têm em relação ao plano quantitativo baseado em eventos econômicos altamente incertos.

O controle financeiro é exercido, tradicionalmente, em unidades organizacionais em que um gerente é responsável. Esta abordagem visa promover os interesses de toda a organização e coordenar cada uma das atividades dos centros de responsabilidades (Kaplan e outros, 1997: 553).



No entanto, a contabilidade para estes centros de responsabilidades são preparadas para que cada centro seja avaliado pelas receitas, custos, lucros ou retorno sobre o investimento que controlam. Estes itens de controle agregam todos os relacionamentos com os *stakeholders*, fazendo com que o suporte para a tomada de decisões estratégicas seja prejudicado, pois o equilíbrio da demanda destes diversos agentes não é garantido e nem visualizado por este formato de relatório gerencial. Esta abordagem explica e preserva, tão somente, a satisfação da demanda dos proprietários.

A avaliação do equilíbrio nas demandas pode ser viabilizada, através do planejamento e controle financeiro, com um plano que identifique e quantifique receitas, custos e investimentos propiciados com os relacionamentos com os *stakeholders* e que esteja integrado com o tradicional plano financeiro para que, este último, estabeleça as metas para os *stakeholders* de ligação.

Com isto, um planejamento da gestão dos relacionamentos com os *stakeholders* disseminado entre a organização torna-se um plano mais importante do que o próprio plano financeiro tradicional, fato cada vez mais intensificado para setores com alta rivalidade e que seja caracterizado por relacionamentos estreitos entre os agentes. Esta preocupação já tem sido manifestada, pela constatação da ausência de uma abordagem sistemática e de uma forma de pensamento que oriente a atuação junto aos relacionamentos com os *stakeholders*:

*“resultados de pesquisas anteriores têm identificado que, em muitos projetos, a gestão dos stakeholders tem tido falta de estratégias, planos e métodos. A gestão dos stakeholders é freqüentemente caracterizada pela espontaneidade e causalidade, o que, em algumas situações, não são coordenadas e discutidas com as equipes de projetos”* (Karlsen, 2002: 20)

Um claro exemplo de necessidade de gestão dos *stakeholders* ocorre com o setor hospitalar, em que funcionários, em especial o médico, e os pacientes têm laços estreitos. Os médicos, em adição às suas tarefas dentro do hospital, participam de várias atividades paralelas na comunidade, sendo verdadeiros interlocutores do hospital junto aos agentes externos. Deste exemplo, argumenta-se que setores similares, como escolas, têm uma necessidade maior de monitoramento das relações destes *stakeholders* de ligação.

Uma gestão de relacionamento leva à necessidade de um estatuto ou uma lei que encorage um amplo conceito de gestão, não apenas focada nos interesses dos

acionistas, e que coíba adotar práticas de interesses pessoais (Donaldson e Preston, 1995: 87).

Estando a área financeira relacionada com avaliações, cabe comentar que a questão do efeito da gestão dos relacionamentos sobre o desempenho das empresas é fundamental, o que torna imprescindíveis pesquisas que façam tal ligação. Esta ligação não está desenvolvida, levando autores como Malvey, Fottler e Slovensky (2002: 78) a confirmarem que é necessário o desenvolvimento de instrumentos verificáveis que avaliem a efetividade destas estratégias.

## 2. Definição dos *Stakeholders*

### 2.1 – Definições Conceituais e Similaridade a um Investidor

Uma empresa pode ser definida de várias formas, entre elas, juridicamente, socialmente, organizacionalmente ou economicamente. E toda a empresa é uma receptora e transferidora de fluxos de caixa. Tais fluxos de caixa são dependentes de decisões administrativas sobre os vários direcionadores de valor que compõem a formação do resultado de uma empresa e viabilizados por um modelo de gestão que estabeleça como tais decisões serão tomadas.

Este poder de decidir e de influenciar decisões é inerente a alguns agentes econômicos, sendo estes definidos como *stakeholders*.

Tal definição vem sendo defendida por vários autores, conforme a finalidade para a qual foram identificados tais agentes:

- a) Kaplan e outros (1997: 502) definem como sendo “os indivíduos, grupos de indivíduos e instituições que definem o sucesso das organizações ou afetam a capacidade que a organização tem em atingir seus objetivos”. Tal definição entende como sendo todos os agentes capazes de influenciar nos objetivos da empresa, sendo que tais objetivos devem ser claramente definidos e representados por indicadores de desempenho.
- b) Lea (1999: 153) utiliza a definição da Teoria dos *Stakeholders*, em que todas as pessoas que têm uma parte nas atividades de uma organização são similares a um proprietário em muitas situações, numa visão de que há uma multiplicidade de grupos que são afetados pelas operações da empresa, e todos eles merecem consideração na tomada de decisões corporativas, definindo-os, como Freeman

(1994, apud Lea, 1999:153): “qualquer indivíduo ou grupo que pode afetar ou ser afetado pelo atingimento dos objetivos da organização”.

Utilizando estas duas definições, pode-se afirmar que os *stakeholders* são os que influenciam a empresa e, numa visão mais ampliada, aqueles que são influenciados por ela, no curso de suas atividades. A definição de que os *stakeholders* têm uma parte na empresa leva ao poder de influenciar as decisões, o que equivale a um poder de controle.

Alkhafaji (1989, apud Saddi, 2001: 94), identifica a postura do *stakeholder* com a de um investidor, mencionando que “alguém com um stake é quem, no âmbito de determinadas regras estabelecidas, coloca algum valor econômico a prêmio”. Os benefícios decorrentes destes investimentos podem ser em valores monetários, benefícios ou satisfação.

## 2.2 – Tipologia dos Stakeholders

Vários tipos de caracterizações de *stakeholders* são encontrados na literatura, segundo Mitchell, Agle e Wood (1997: 853):

- Primários ou secundários;
- Donos e não donos;
- Donos de capital e donos de ativos menos tangíveis;
- Aqueles que se engajam em relações voluntárias e involuntárias com a firma;
- Aqueles que agem na firma ou então sofrem suas ações;
- Os que têm contratos ou direitos legais ou direitos morais com a firma;
- Aqueles que provêem recursos para a firma;
- Os que tomam riscos ao se relacionar com a firma.

No entanto, estas classificações são redundantes em muitos pontos, não permitindo uma análise consolidada de como caracterizar um agente como *stakeholder* e nem avaliar sua importância como tal perante os outros. Fica importante estabelecer uma tipologia básica que reflita a potencial decisão pelo *stakeholder* de se relacionar com a firma, já que a administração tem claro conhecimento dos que estabeleceram uma relação com ela por vontade própria, pois em algum momento houve negociação com eles, mas pode não ter como saber os

75043

efeitos sobre os que não estabeleceram a relação no presente, mas irão fazer isto no futuro.

### 2.2.1 – Tipologia pela Voluntariedade da Relação

Dois tipos de *stakeholders* podem ser identificados pela voluntariedade da relação: *stakeholders* passivos e *stakeholders* ativos.

- Os *Stakeholders* passivos têm um direito sobre a empresa para que não sejam infringidas liberdades ou perdas. Beneficiam-se da empresa através de uma parcela ética e de prestação de contas da firma, sendo caracterizados como *stakeholders* involuntários. Os *stakeholders* involuntários se colocam em risco em virtude do resultado da atividade da firma.
- Os *Stakeholders* ativos têm direitos relacionados diretamente aos direitos de propriedade. São as partes que estão envolvidas voluntariamente na empresa, tendo relações de reciprocidade com a firma. Os *stakeholders* voluntários assumem algum tipo de risco como resultado de ter investido capital humano ou financeiro na firma.

Esta classificação sugere que os *stakeholders* da empresa podem ser relacionados com a geração do valor obtido através de relações já existentes (*stakeholders* ativos) e com a geração do valor obtido com relações a existir (*stakeholders* passivos). O relacionamento com os *stakeholders* ativos pode estar relacionado a um valor agregado pela empresa num contexto mensurável com as tradicionais técnicas de avaliação de investimentos, enquanto que o relacionamento com os *stakeholders* passivos afeta a parcela que é mais suscetível a questionamentos nas tradicionais técnicas, em grande parte pela razão de contemplarem cenários não previstos.

Os valores relacionados a *stakeholders* passivos englobam satisfação e benefícios gerados que não são traduzidos monetariamente no presente, porém no longo prazo virão a ser. Tal transformação é causada pela dinâmica do exercício de pressões pelos *stakeholders* ao longo da vida da empresa.

Considerando que as decisões de uma empresa estão sujeitas aos interesses de todos estes agentes, é reconhecido que o mapeamento das relações é fundamental para a gestão empresarial. Baseado em Saddi (2001: 102-103), é

possível afirmar que a análise de quem é e como atuam tais *stakeholders* é fundamental para a otimização da estrutura de governança corporativa, pois permite a correta identificação dos tipos de ação e pressão que são exercidas na firma.

Nesta linha, as estruturas de governança corporativa abrangem não somente o relacionamento com os proprietários, mas também com todas as partes relacionadas, o que raramente é vinculado nos meios de comunicação especializados em negócios.

	<b>Passivos (Involuntários)</b>	<b>Ativos (Voluntários)</b>
<b>Direitos Adquiridos</b>	Não serem infringidas liberdades ou perdas (parcela ética e de prestação de contas)	Direitos de Propriedade (dividendos, ganhos de capital e reciprocidades) e ganhos de reputação
<b>Riscos Assumidos</b>	O resultado da atividade da firma	O capital humano ou financeiro investido na firma
<b>Relações Financeiras</b>	A existir	Já existentes

#### Quadro 7: Tipologia pela voluntariedade da relação

Ilustrando a aplicação desta tipologia, podem ser citados alguns exemplos:

De Stakeholder Passivo: a comunidade que reside perto de uma refinaria que pode dar origem a um vazamento de óleo.

De Stakeholder Ativo: um fornecedor, cujo cliente retardou a compra de um produto já produzido.

#### 2.2.2 – Tipologia pelos Três Atributos

Estando consolidado o conceito de *stakeholders*, a questão passa a ser a identificação do que gera a influência destes sobre a empresa e da empresa sobre eles. A resposta para esta pergunta permitirá surgir uma abordagem sistemática para identificá-los e dizer qual a magnitude de sua caracterização como tais.

O princípio da administração por exceção estabelece que os executivos devem fazer a gestão nas áreas problemáticas com o intuito de alocar melhor seus esforços para fazerem a empresa atingir os objetivos organizacionais, fazendo com

que a magnitude da influência dos *stakeholders* sobre a organização seja importante para que tal princípio seja utilizado.

É importante destacar o aspecto subjetivo da avaliação, que procura identificar certos conceitos que passam pelo julgamento pessoal dos analistas e o aspecto dinâmico, que faz com que as caracterizações possam mudar ao longo do tempo, alterando o posicionamento relativo do *stakeholder*.

As características foram estabelecidas por Mitchell, Agle e Wood (1997: 854) e formam os atributos essenciais para o mapeamento da influência dos agentes.

- 1) Poder do *stakeholder* em influenciar a firma;
- 2) Legitimidade da relação do *stakeholder* com a firma;
- 3) Urgência das exigências para com a firma.

No mesmo artigo, os autores admitem que estes atributos possam não ser adequados e que possa haver possíveis outras variáveis que influenciem as relações entre gerentes das empresas e *stakeholders*, porém a força da abordagem proposta não pode ser questionada, bem como o seu uso para mapear uma rede corporativa de relacionamentos.

#### 1) Poder no relacionamento

O poder é um atributo que vem sendo discutido no campo sociológico e pode ser sintetizado a partir das definições de outros autores, todas utilizadas por Mitchell, Agle e Wood (1997: 865).

Um *stakeholder* tem poder no relacionamento quando ele impõe uma ação, que é executada pela firma ou influenciando a firma, mesmo com resistência desta última. Note-se que é imprescindível que a ação seja executada e que haja uma sobreposição de interesses entre os agentes que compõem esta relação.

Os tipos de recursos utilizados para garantir o poder no relacionamento com a firma têm três origens:

- Coercivo: baseado em recursos físicos de força, violência ou para controle dos eventos, que são usados para fazer a vontade do *stakeholder*.
- Utilitário: baseado em recursos materiais ou financeiros, que são utilizados ou podem vir a ser utilizados como base de troca para algo que interesse o *stakeholder* ou que ameace a empresa.
- Normativo: baseado em recursos simbólicos, sejam normativos ou sociais, que façam com que a vontade seja imposta através do reconhecimento pela firma, pela sua interpretação de como o *stakeholder* é identificado através do símbolo.

## 2) Legitimidade do relacionamento

Aparentemente é a mais fácil de ser identificada, se for entendida de uma maneira restrita como sendo de *stakeholders* com direitos de propriedade ou direitos morais comprometidos, por serem amplamente divulgados e até formalizados.

No atributo da legitimidade reside um importante ingrediente para a criação de valor para as corporações, que é a certeza de que as normas serão cumpridas como o planejado, o que pode não acontecer. O ambiente institucional como garantidor do cumprimento dos contratos explícitos leva à eficácia da governança corporativa, que é um importante direcionador de valor das empresas.

No entanto, a legitimidade não se refere apenas a contratos observáveis, mas também a contratos implícitos que são dependentes da avaliação, da cognição e das construções sociais sobre o que seriam atitudes desejáveis, corretas e apropriadas da organização e dos *stakeholders*, o que faz com que as bases para a legitimidade sejam questionáveis e raramente consolidadas.

Tendo estes posicionamentos, que foram baseados em Mitchell, Agle e Wood (1997: 866), em uma revisão de várias definições sobre legitimidade, pode-se concluir que legitimidade é o atributo que dá ao *stakeholder* o direito ou o dever de praticar atos, sendo tais atos aprovados e garantidos pelo sistema social que a empresa opera, seja ele relativo a indivíduo, organização ou sociedade.

Os tipos de recursos utilizados para garantir a legitimidade no relacionamento com a firma têm três origens, segundo sugestão de Wood (1991: 696), após pesquisa exploratória com vários autores:

- Individual: obtida em razão de ações morais e percebíveis de exercício da responsabilidade social por parte dos executivos que administram o *stakeholder*.
- Organizacional: em razão de o quadro de funcionários do *stakeholder* se submeter a comportamentos que são parâmetros para a organização no tocante às suas atividades e interesses.
- Institucional: em razão de a empresa se submeter a obrigações e sanções para realizar ações que são esperadas por todas as instituições, sendo garantida pela sociedade.

As diferenças culturais entre vários países, sejam nos campos institucionais, organizacionais ou individuais, impõem legitimidades diferentes para cada grupo de *stakeholders*. A política, a lei, os incentivos organizacionais e as escolhas históricas, igualmente, causam o mesmo efeito (Bishop, 1994: 18).

### 3) Urgência no atendimento da demanda

Urgência é definida como a qualidade caracterizada pelo que é preciso fazer com rapidez, segundo o Pequeno Dicionário Brasileiro da Língua Portuguesa (Ferreira, 1983: 1221). Esta definição espelha bem este atributo que é necessário para que um *stakeholder* se sobressaia entre os outros: a necessidade manifestada de imediata ação.

A urgência tem uma sutil diferença para a oportunidade de agir, pois esta não necessita de ser feita imediatamente. O *stakeholder* pode se aproveitar de um momento anterior ao quando necessitará de pronta ação para fazer algo quando convém, abrindo margem para atitudes oportunistas, as quais desequilibram a relação.

A insatisfação do *stakeholder* para com algum atraso no atendimento de sua demanda, ao atingir níveis insuportáveis, desencadeia pressões sobre a empresa, que podem ou não serem atendidas.



O atributo urgência ocorre quando se verifica:

- Sensibilidade ao tempo: o efeito dos atos da empresa para com os *stakeholders* são sensíveis ao tempo de demora do atendimento da demanda.
- Grau de importância da relação: importância que o *stakeholder* dá na relação que mantém com a empresa, em virtude de colocar em risco a propriedade de seus ativos ou seu conforto em sentimentos pessoais ou até seus planos para o futuro.

Estes posicionamentos foram também baseados em Mitchell, Agle e Wood (1997: 867), sendo originais a tal trabalho.

### 3 – Identificação dos *Stakeholders*

A caracterização de agentes como *stakeholders* se torna imprescindível para tomar decisões e sua identificação pode ser por vezes distorcida, reiterando que esta caracterização é subjetiva.

O valor da empresa é o indicador que, no sentido financeiro, reflete melhor a influência sobre os destinos da empresa, sendo a base para a identificação, a qual deve refletir as ações futuras e presentes da organização:

*“Stakeholders são identificados através de atuais ou potenciais custos e benefícios que eles experimentam ou antecipadamente experimentam como resultado das ações ou omissões da firma”* (Donaldson e Preston, 1995: 85).

A definição acima é focada nos interesses dos agentes que se relacionam com a firma. No entanto, para que tais agentes sejam beneficiados ou prejudicados, há uma apropriação ou doação de riquezas por parte da empresa, que se refletirá no seu valor.

A dificuldade de identificação ocorre, no limite, pela razão de que qualquer um pode ser afetado pelas atividades da firma, fazendo com que todos os agentes sejam *stakeholders*. Para fugir a este problema e tratar os que tenham maior capacidade de influenciar o valor da empresa, serão abordadas algumas linhas de ação, que identificarão os mais relevantes, sendo os mais importantes aqueles que devem ter maior atenção no gerenciamento e supremacia na fruição dos benefícios gerados pela empresa.

Têm sido desenvolvidas várias formas de classificação de partes interessadas em atividades de empresas, todas de cunho normativo e que não permitem uma análise da importância relativa entre uns ou outros agentes. Para que tal comparação de influências sobre as atividades da empresa ocorra, é necessária uma base conceitual que permita a análise de alguns atributos que sejam comuns a qualquer tipo de *stakeholder* e que permita estabelecer fatores que os levem a ter os seus graus de importância alterados conforme o tempo.

## 1 – Grupos Básicos

Em trabalho relacionado à contabilidade gerencial, Kaplan e outros (1997: 494–508), definiram os influenciadores sobre as ações da empresa, então sob o nome de *stakeholders*, como sendo dois grupos em que um define o ambiente externo em que se encontra a organização e o outro trabalha dentro deste ambiente limitado. Esta classificação atribui um procedimento normativo para a identificação dos *stakeholders*, em que os *stakeholders* localizados no ambiente interno apenas respondem aos estímulos criados pelos do ambiente externo, o que não necessariamente ocorre em empresas que criam mercados.

**Do ambiente externo:** Definem o ambiente em que a organização opera, sendo os proprietários, os clientes e a comunidade.

**Dos processos:** têm a responsabilidade de gerenciar os processos de fabricar e de entregar os produtos e serviços aos clientes, sendo os empregados e os fornecedores.

Dentro do *stakeholder* comunidade, podem ser mencionados vários agentes envolvidos que existem por vários motivos, desde os relativos ao meio ambiente, a disputas étnicas ou relações com vizinhos até ao governo, à mídia e aos concorrentes.

Tal classificação parece ser interessante do ponto de vista de praticidade para identificação e como um primeiro passo para a modelagem financeira da influência das partes no valor da empresa. Os *stakeholders* do ambiente externo não têm influência direta sobre o gerenciamento das atividades da empresa, o que não ocorre com os de processos.

A classificação, portanto, restringe os *stakeholders* a cinco grupos: proprietários, clientes, comunidade, funcionários e fornecedores tornando-a de simples aplicação. Este restrito grupo de agentes foi recomendado em uma integração com a visão da economia dos custos de transação no trabalho de Freeman e Evan (1990), em que se defende que gerentes administrem contratos entre empregados, proprietários, fornecedores, clientes e a comunidade e que sejam criados métodos de resolução de conflitos, ou salvaguardas, para que cada um destes grupos possa investir em ativos específicos.

### 3.2 – Arcabouço Conceitual para Identificação

No intuito de estabelecer um arcabouço conceitual sólido, Mitchell, Agle e Wood (1997: 872) estabeleceram três premissas básicas:

- 1) **Os executivos que precisam atingir metas dedicam particular atenção a várias classes de *stakeholders*:** dado que os recursos monetários e de outras ordens que a administração detém são escassos e limitados, a atuação é por exceção e alguns *stakeholders* que exercem uma influência mais forte têm tratamento diferenciado.
- 2) **O julgamento subjetivo dos executivos acarreta a importância dos *stakeholders*:** a avaliação é fortemente qualitativa e as impressões pessoais são fundamentais para definir quais são os agentes prioritários na relação com a firma.
- 3) **A importância dos vários grupos de *stakeholders* podem ser identificados pela posse de até três atributos básicos, que são poder, legitimidade e urgência:** estas três dimensões formam a base para a avaliação sobre o grau de influência que cada *stakeholder* exerce sobre a gestão da empresa.

Adicionalmente a estas premissas, é também proposto que o grau de importância de um *stakeholder* esteja associado à presença dos três atributos básicos, que quanto mais combinados geram maior importância para o *stakeholder* frente à administração da empresa.

De posse de uma abordagem sistemática e consistente para a avaliação da importância dos vários *stakeholders*, será possível, entre outras facilidades:

- Enriquecer o planejamento estratégico: as discussões poderão ser direcionadas para os efeitos de decisões sobre os relacionamentos que a firma mantém com os diversos interessados, permitindo uma maior certeza de sucesso em virtude da transparência que tais relações terão para toda a alta direção.
- Enriquecer a formulação da estratégia: as flexibilidades existentes durante o período de execução do planejamento têm maior garantia de serem levadas em conta, visto que os responsáveis por elas ocorrerem são os relacionamentos com os principais *stakeholders*.

Com isto, a administração poderá diagnosticar seus *stakeholders* e implementar estratégias e táticas consistentes. Nesta situação, o orçamento elaborado pela administração financeira, que deve ser derivado do planejamento estratégico, terá maior credibilidade.

No processo de controle e de tomada de ações corretivas, um mapeamento das influências dos *stakeholders* mantém os gestores sensibilizados a respeito das implicações de suas ações sobre a corporação, as quais, sendo mensuráveis, implicam numa influência sobre o valor da empresa.

Eminentemente qualitativas, as atribuições de importâncias dos *stakeholders* pela administração é permeada de suas próprias opiniões pessoais, levando a que os mesmos sejam julgados à luz de como os administradores percebem as regulações sociais em que as empresas estão inseridas, sejam elas formais ou informais. Os interesses pessoais dos administradores causam vieses na correta avaliação do que seria melhor para a corporação, aumentando o problema de agência.

A idéia de graduar os diversos *stakeholders* em uma escala que permita à administração escalonar suas prioridades, leva ao conceito de saliência, do inglês *salience*:

“o grau em que os executivos dão prioridades para as conflituosas demandas dos *stakeholders*” (Mitchell, Agle e Wood, 1997: 869).

De posse deste conceito, foi possível estabelecer um grau de importância, e veio a preencher uma lacuna na Teoria dos *Stakeholders*.

Os três atributos definidos por Mitchel, Agle e Wood (1997), poder, legitimidade e urgência, são utilizados para determinar quem são os *stakeholders* em os quais se deve dispender recursos humanos e materiais para satisfazer suas necessidades e monitorar se os esforços estão sendo direcionados aos agentes mais importantes.

Analisando estas três classificações, percebe-se que nenhuma delas tratou quantitativamente as informações a ponto de fornecer um método normativo para a identificação.

A classificação e a identificação dos *stakeholders* são mutáveis ao longo do tempo. Ao longo do período de execução dos planos, sua participação no processo decisório da empresa evolui, fazendo com que possam ser classificados, de acordo com sua situação.

<i>Stakeholder</i>	Caracterização	Poder	Legitimidade	Urgência
Dormiente	Latente	Sim	Não	Não
Discreto	Latente	Não	Sim	Não
Exigente	Latente	Não	Não	Sim
Dominante	Expectativa	Sim	Sim	Não
Dependente	Expectativa	Não	Sim	Sim
Perigoso	Expectativa	Sim	Não	Sim
Definitivo	Definitivo	Sim	Sim	Sim

**Quadro 8:** Classificação dos *stakeholders* baseada na tipologia dos atributos de poder, legitimidade e urgência. Baseado em Mitchel, Agle e Wood, (1997: 874) e Saddi (2001: 98)

Na classificação proposta, tem-se a caracterização de cada *stakeholder* de acordo com a atenção que lhe deve ser dedicada no processo de planejamento. Essa atenção, traduzida em graus, irá depender da ocorrência dos três atributos fundamentais que eles têm e com pesos dependentes de avaliação da administração sobre o que coloca suas firmas em maior risco. Esta análise reside na

capacidade que um *stakeholder* tem em adquirir o(s) atributo(s) que lhe faltam e a relevância deste atributo ocasiona a influência.

Desta forma, os *stakeholders* podem ter um grau de importância:

- BAIXO: se apenas um dos atributos fundamentais está presente;
- MODERADO: se dois dos três atributos fundamentais estão presentes;
- ALTO: se todos os três atributos estão presentes.

A identificação passa, por um primeiro momento, em reconhecer a possibilidade de um *stakeholder* exercer pressão sobre a organização para que suas demandas tenham que ser atendidas. Tal possibilidade é crescente à medida que o *stakeholder* adquira os atributos fundamentais, sendo que, ao ter os três atributos, ele estará influenciando a firma. A ausência dos três atributos caracteriza um agente como **não *stakeholder***.

A primeira caracterização é do agente que tem apenas um dos atributos fundamentais, sendo chamado de **latente**, uma caracterização que não garante nenhuma atenção ou conhecimento da firma.

- a) **Dormente**: possuem poder, seja ele coercivo, utilitário ou simbólico, para influenciar a organização e não tendo legitimidade nem urgência e devem ser acompanhados pelo potencial para adquirir um segundo atributo. Exemplo: empregados que podem colocar fogo na empresa.
- b) **Discreto**: possuem o atributo da legitimidade, sendo ela individual, organizacional ou institucional, não tendo poder ou urgência. Isto faz com que recebam atenção da administração apenas se ela assim desejar. Exemplo: hospitais que recebem doações.
- c) **Exigente**: seu único atributo é a urgência, não tendo legitimidade nem poder. Apenas são ouvidos pela administração, não são ameaçadores e, geralmente, incapazes de possuir poder ou legitimidade, não merecendo atenção da gerência. Exemplo: mídia sensacionalista que acusa empresas por desastres infundados.

A posse de um atributo a mais faz com que o *stakeholder* latente se caracterize como de **expectativa**, em virtude de estar esperando conquistar mais um

atributo para que possa finalmente exercer suas demandas perante a firma. Tal agente já tem um grau de atenção maior da administração da firma.

- a) **Dominante:** um tipo que certamente merece atenção da administração, já que, quando necessitar algo da empresa, a influenciará. Tais agentes têm poder e legitimidade para influenciar os destinos da firma, como um conselho de administração. Um *stakeholder* dormente pode ganhar autoridade, tornando-se um dominante, ou, então, um discreto pode ganhar direitos legais, tornando-se um dominante.
- b) **Dependente:** possuem legitimidade e urgência, dependendo de outros que exerçam seu poder para terem suas reivindicações atendidas ou de benevolência ou voluntariedade da administração, sendo um exemplo clássico alguma comunidade prejudicada por um desastre ambiental. Um *stakeholder* discreto torna-se dependente conseguindo voz junto à administração da empresa e um exigente torna-se dependente adquirindo direito de acesso aos canais de decisão.
- c) **Perigoso:** possui urgência e poder, não tendo a legitimidade. A presença do poder faz com que possa influenciar a empresa de maneira possivelmente violenta, como as sabotagens de empregados. Um *stakeholder* dormente torna-se perigoso, quando tem necessidade de exercer seu poder e um exigente torna-se perigoso, quando encoraja uma ação unilateral.

A saliência dos influentes tem seu topo quando estão presentes três dos atributos fundamentais, sendo tais *stakeholders* chamados de **definitivos**, influenciando a firma e recebendo total grau de atenção da administração. Exemplos clássicos são os proprietários que decidem reformular a administração de uma empresa que vem obtendo resultados insatisfatórios.

Um bom exemplo de diagnóstico da importância dos *stakeholders* pode ser encontrado em hospitais, em que um tipo de agente se inter-relaciona com todos os *stakeholders* externos e internos, tendo, ainda, atividades extra-firma, que revertem a favor da empresa: os médicos são altamente importantes. Tal tipo de *stakeholder*, que é definitivo, é chamado de *stakeholders* de ligação (Malvey, Fottler e Slovensky, 2002: 70) e são responsáveis pelo fluxo de informações na organização, pela imagem da organização que representam, pelo estabelecimento da cultura organizacional e pela ligação com outros *stakeholders*-chave.

A classificação e a identificação dos *stakeholders* são mutáveis ao longo do tempo. Ao longo do período de execução dos planos, sua participação, no processo decisório da empresa, evolui, fazendo com que possam ser classificados, de acordo com sua situação.

Mitchell, Agle e Wood (1997: 868) propõem que o dinamismo é baseado:

- 1) em que cada atributo é variável, não sendo estático: mudam para cada entidade particular que tenha relação com a empresa.
- 2) Os atributos são construídos socialmente e não são objetivos: múltiplas percepções sobre a realidade formam a importância dos atributos
- 3) Pode haver ou não consciência de que o atributo esteja presente: se estiver, a administração pode não o perceber ou não tomar ações necessárias para lidar com esta caracterização.

Desta forma, o status e a consciência mutantes e a qualidade da percepção formam a base para futuras análises da natureza dinâmica das relações entre executivos e *stakeholders*.

O mapeamento estático das influências é interessante para definir quem são eles e qual seu grau de importância em um particular ponto do tempo. A velocidade de mudanças pode ser diferente entre setores e entre ambientes regulatórios diferentes.

A transição da caracterização de todos os *stakeholders* reflete o alto dinamismo das posições, que não podem ser desvinculadas das impressões pessoais dos executivos, as quais apenas indicam a atenção dada pela administração e não o potencial uso dos atributos dos agentes para influenciar o destino da firma, já que isto pode acontecer mesmo sem que ele atinja o caráter de definitivo sob a ótica da administração da empresa. Ao acontecer a influência sem ser caracterizado como definitivo, a administração tem grandes chances de reavaliar sua identificação. O dinamismo desta classificação é dependente da facilidade que os *stakeholders* têm em adquirir ou perder um dos atributos propostos.

O equilíbrio nas relações é, então, também dinâmico, como o exemplo dos processos de privatização, em que os executivos pós-privatização não puderam deixar de considerar os interesses dos novos proprietários, além de respeitarem as medidas que impunham metas de qualidade pelas agências reguladoras. O



equilíbrio pré-privatização foi alterado bruscamente no momento da venda das empresas.

*"A transferência de uma propriedade pública para uma propriedade privada não apenas envolveu mudanças significativas na composição dos stakeholders, mas também trouxe considerações sobre como os interesses de diferentes stakeholders estão sendo balanceados pelos executivos das empresas privatizadas"* (Ogden e Watson, 1999: 526)

A classificação proposta em três atributos pode ser uma ferramenta para o planejamento e controle das relações das organizações com seus *stakeholders*, facilitando uma identificação qualitativa, que é anterior à definição dos indicadores de desempenho.

Uma característica destes relacionamentos está em serem objetos de contratos.

*"O planejamento estratégico, ou de longo prazo, consiste no desenvolvimento de um nexus de contratos interrelacionados, implícitos e explícitos, entre a organização e seus principais grupos de stakeholders. Estes contratos especificam o que a organização planeja entregar para cada grupo de stakeholder pela sua participação e contribuição em ajudar a organização a atingir seus objetivos primários"* (Kaplan e outros, 1997: 502).

A identificação qualitativa pode ser confrontada com a identificação quantitativa que faz parte do tradicional processo de planejamento e controle financeiro, que engloba a elaboração do orçamento.

Uma possível modelagem financeira das influências dos *stakeholders* sob um ponto de vista de análise de investimentos faz com que todo agente de influência possa ser tratado como um investidor ou um tomador de recursos da empresa, o que altera as estruturas tradicionais de controle e propriedade preconizados no campo jurídico, onde o detentor de tal direito é o proprietário.

Através das sugestões derivadas dos pressupostos teóricos apresentados na identificação, podem ser tecidos alguns aspectos de uma modelagem financeira para a análise sobre quais seriam os *stakeholders* de uma empresa.

Considerando que na teoria dos *stakeholders*, em uma empresa, os interesses dos fornecedores, dos clientes, dos credores e dos empregados, entre outros, são tão importantes quanto os dos proprietários, pode-se afirmar que há um misto de concorrência e cooperação de interesses entre funcionários, acionistas, clientes e fornecedores, além de toda a comunidade, o que é razoável, considerando

que todos os agentes econômicos tentam maximizar sua riqueza pessoal e a cadeia de valor gera uma riqueza limitada.

#### 4 – Os Campos Básicos de Atuação do Administrador Financeiro

Como toda atividade em administração, a área de finanças pauta-se em critérios para a tomada de decisão que reflitam os objetivos que se quer atingir. O objetivo de satisfazer as necessidades dos proprietários da empresa tem sido colocado como dogmático nas obras desta área do conhecimento.

*“As ações do administrador financeiro relativas à análise e ao planejamento financeiro, às decisões de investimento e às decisões de financiamentos, devem ser tomadas visando-se ao cumprimento dos objetivos dos proprietários da empresa, seus acionistas” (Gitman, 1997: 16)*

*“Em todo este livro baseamos na suposição de que o principal objetivo da administração é a maximização da riqueza dos acionistas, a qual, como iremos ver, consiste na maximização dos preços das ações da empresa” (Brigham e Houston, 1999: 11)*

Embora colocado como objetivo supremo, Gitman (1997: 19) reconhece a importância dos outros *stakeholders*, os colocando como meios para o atingimento do objetivo principal, chamando a empresa a preservar suas riquezas e deixando claro que não se deve aumentá-las: *“o objetivo não é melhorar a posição dos stakeholders, mas preservá-la”*. Brigham e Houston (1999: 11) também reconhecem a importância, mas deixam os objetivos dos *stakeholders* num plano secundário: *“Ainda assim (...) a maximização dos preços das ações é o objetivo mais importante das sociedades anônimas”*.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995: 36) tratam diferentemente o objetivo da administração, numa obra permeada com conflitos de agência. Para eles, o objetivo da administração financeira passa a ser aumentar o valor da empresa, não se confundindo com o valor das ações. Tal objetivo coloca como meta principal o equilíbrio nas relações entre todos os *stakeholders*, possibilitando que a empresa consiga:

a) **Sobreviver:** a administração disporá, a qualquer momento, de recursos suficientes para sustentar suas operações.

b) **Ser independente e auto-suficiente:** sem necessidade de recorrer a qualquer agente externo ou depender de mercados financeiros.

Os autores, ao proporem esta abordagem, colocam em xeque a visão de que o proprietário venha a exercer controle sobre a administração.

*“A possível separação entre propriedade e controle suscita uma pergunta importante: Quem controla a empresa?”* (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995: 36).

Passando bem distante da discussão a respeito de qual seria o grupo que detém o controle sobre a corporação, Brigham e Houston (1999: 13) reconhecem que a assunção e atuação, conforme a responsabilidade social, podem contribuir para a elevação do valor das ações, que continua sendo o objetivo supremo em sua obra. Os argumentos sobre a importância da responsabilidade do bem-estar dos funcionários, dos clientes e das comunidades em que as empresas atuam, entre outros, estão fundados na hipótese da não ocorrência de atitudes oportunistas de influentes concorrentes que poderiam não se engajar nestes tipos de atividade. Isto faz com que as práticas sociais em um primeiro momento devam ser obrigatórias para depois, então, se tornar voluntárias.

A importância de se atentar para os *stakeholders* foi ampliada com o aumento das transações e operações empresarias de cunho social em outros países, que não necessariamente têm os objetivos descritos pelo paradigma tradicional de foco no valor para o acionista e que impõem uma visão alternativa dos negócios que se refletirá sobre os indicadores de desempenho econômico-financeiros e, conseqüentemente, sobre os objetivos da administração financeira.

Sendo a preocupação da gerência com os *stakeholders*, ela deve monitorar o relacionamento que a firma tem com esses interessados. Aprofundando a visão e visualizando a própria firma como uma rede de contratos, esta se torna um conjunto de vários *stakeholders*, tendo, então, a administração que se concentrar em como alguns *stakeholders*-chave para a gestão estão se relacionando com os outros. Deste ponto de vista, a gestão dos *stakeholders* tem um claro foco no monitoramento das relações.

Na execução das políticas financeiras, por se tratarem de recursos escassos, a identificação dos *stakeholders* se torna primordial para sugerir um ponto de partida para a elaboração destas linhas de ação.

*"Gerentes devem procurar saber tudo sobre seus stakeholders para os propósitos de sobrevivência, bom desempenho econômico, controle de riscos, tirar vantagens das oportunidades, estar dentro da competição, conseguir alianças e influenciar as políticas públicas, entre outros"* (Mitchel, Agle e Wood, 1997: 859)

Como se vê, o centro do planejamento financeiro deve ser focado nos relacionamentos que são importantes, o que afeta a natureza da governança corporativa e sua estrutura.

Reconhecendo que as responsabilidades pelos relacionamentos são desempenhadas por uma variedade de *stakeholders*-chave, incluindo, mas não limitadas aos gerentes, pode ser proposta uma contabilidade por responsabilidade baseada nas dimensões destes *stakeholders* de ligação. Isto implica em atribuir o acúmulo dos resultados dos relacionamentos a eles, que geralmente (Malvey, Slovensky e Fottler, 2002: 69):

- representam a organização no ambiente externo;
- promovem a externalização da cultura da organização;
- asseguram a compatibilidade cultural com os *stakeholders*;
- fazem a ligação com os principais *stakeholders*-chave.

O desempenho esperado dos *stakeholders* de ligação, ao serem definidos como metas a serem alcançadas, leva ao surgimento de contratos, que prevêm o atingimento de tais objetivos. Esta posição impõe que os contratos devam ser modelados e monitorados para aumentar o valor da empresa, sendo este o objetivo primário e dependente diretamente dos contratos com os *stakeholders*.

O contrato, desta forma, cria expectativas do que deve ser recebido e do que deve ser entregue, fazendo com que haja menores incertezas no planejamento empresarial.

Estabelecidos na organização, tais comprometimentos refletem o jogo de forças entre proprietários e *stakeholders*. Pode-se afirmar que o poder de barganha relativo entre estes agentes modela os acordos estabelecidos entre eles.

Estes *stakeholders* de ligação têm uma forte importância para a firma e suas atuações invariavelmente terão um impacto financeiro notável; isto faz com que suas atuações devam ser monitoradas pelo executivo da empresa. Sendo o executivo o agente capaz de direcionar toda a distribuição dos benefícios gerados pela empresa, este torna-se o alvo de possíveis críticas sobre a competência de gerir as relações com os *stakeholders* de ligação e, por conseqüência, com os principais *stakeholders*.

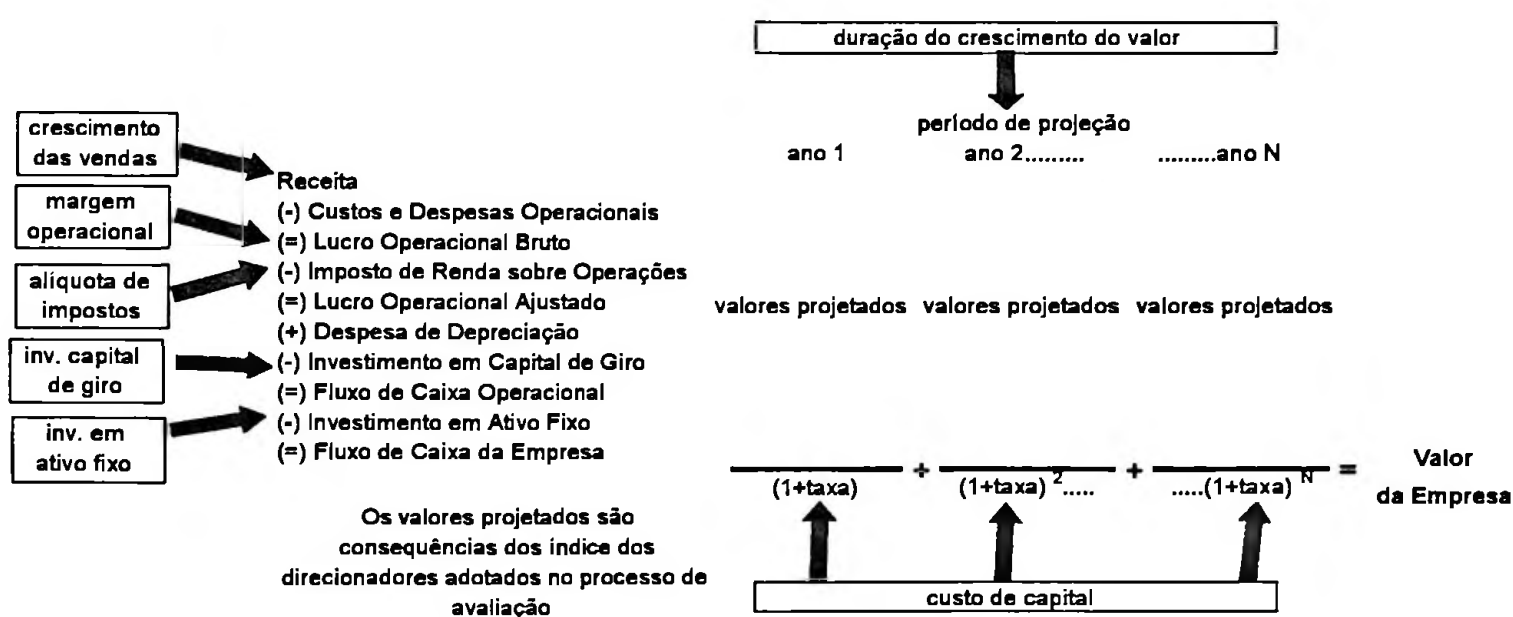
As relações entre os diversos *stakeholders* são estabelecidas através do poder relativo de barganha entre eles, dinâmica esta que também leva em consideração a possível entrada de novos *stakeholders*, o que desestabiliza, da mesma forma, as relações existentes. Uma clássica desestabilização é a causada pela ameaça de aquisição, em que um novo proprietário pode destituir a administração existente e uma nova administração redistribuiria as riquezas e estabeleceria relacionamentos cooperativos de outra forma, por ter um poder de barganha que não é igual à administração destituída, sendo esta aquisição chamada de hostil. Embora esta mudança seja muito notada no caso de uma aquisição, qualquer mudança do poder de barganha relativo de um *stakeholder* pode desencadear uma instabilidade nos contratos, o que aumenta a incerteza de retorno sobre os investimentos efetuados. Entre outros exemplos têm-se as fusões e os planos de desenvolvimento de novos sistemas.

A controvérsia sobre a viabilidade de satisfazer a todas as demandas do *stakeholder* ou, então, negociar com ele, impõe a existência de um método quantitativo que defina claramente esta fronteira, que limita a satisfação e a apropriação de *quasi*-rendas: este deve ser o foco do processo de planejamento e controle financeiro.

A despeito da posição extremada de satisfazer a todas as necessidades dos *stakeholders*, pode-se criticar sua visão, porque a empresa terá a tendência de se tornar não-gerenciável, em razão de uma hierarquia fraca derivada da ausência de um detentor de direitos residuais que seja capaz de determinar as decisões. Assim, a visão de integração entre os objetivos permanece sobressaindo e continuando a apoiar a utilização de indicadores de relacionamento com os *stakeholders*, que não contemplem apenas a análise da última linha do resultado, tendo a certeza de que o

valor da empresa será maximizado desde que haja um determinado equilíbrio nas relações entre estes vários interessados. Portanto, a influência das relações com os *stakeholders* está em todas os itens das tradicionais demonstrações financeiras, receitas, custos, despesas ou investimentos; e o efeito final está sobre o valor da empresa.

O valor da empresa é formado através de uma rede de influências que se iniciam em sete parâmetros básicos de avaliação (Rappaport, 1998: 56):



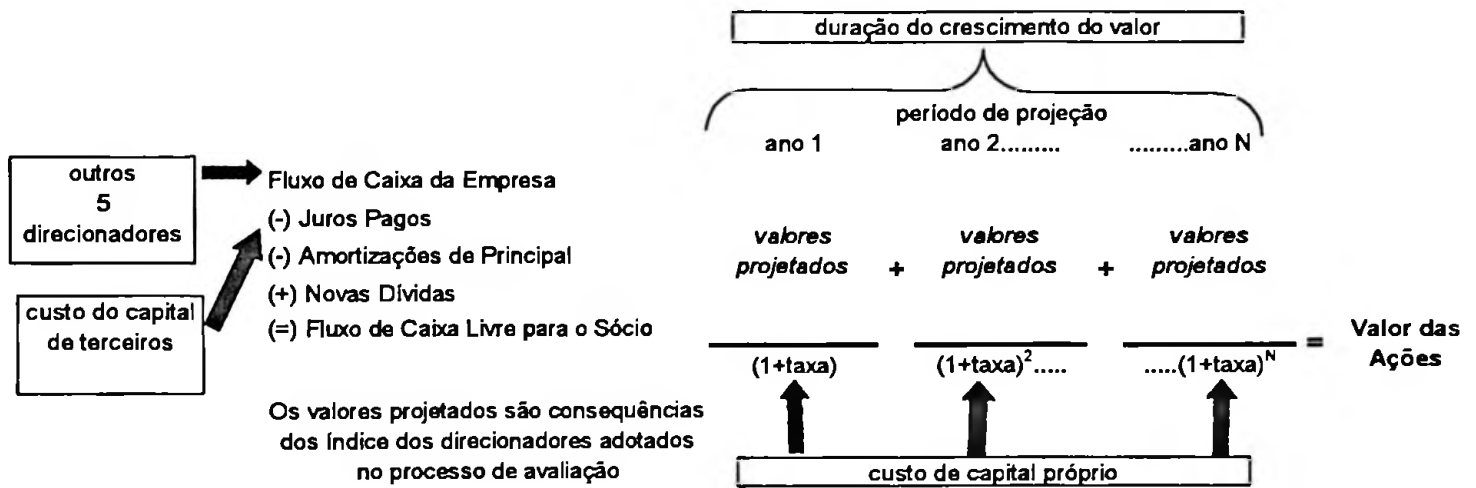
**Figura 2:** Modelo contábil para avaliação da empresa e sua integração com os direcionadores de valor

Os sete parâmetros básicos podem ser relacionados às três políticas controladas pela administração financeira, políticas estas que são dependentes uma da outra e estão aqui separadas por finalidade didática:

- 1) Política de Investimentos:** medidas tomadas para aumentar o lucro por ação da empresa, para melhorar a distribuição de lucros no tempo e para equalizar o grau de risco da corporação aos desejos dos acionistas. Esta política influencia claramente todos os parâmetros básicos da figura 2.
- 2) Política de Financiamentos:** medidas tomadas para definir como a empresa será financiada com vistas a equalizar o risco da corporação aos níveis desejados pelos acionistas. Tal política atua claramente no parâmetro custo do capital e tem influência sobre os outros direcionadores, de forma indireta.

3) **Política de Dividendos:** decisões para definir o pagamento de dividendos aos acionistas, em contraposição à retenção de lucros e seu reinvestimento na empresa. Estas decisões têm claro impacto no custo do capital e atuação fraca sobre os outros parâmetros.

A figura 2 elucida o modelo contábil para estimativa do valor da empresa, que é diferente do valor das ações, o qual é estritamente relacionado aos proprietários. Este último tem tratamento idêntico no tocante às influências das três políticas da administração financeira acima citadas.



**Figura 3:** Modelo contábil para avaliação das ações e sua integração com os direcionadores de valor

Os parâmetros básicos definidos por Rappaport (1998: 56) refletem um resumo dos principais fatores que afetam o valor da empresa. Uma análise expandida dos mesmos leva a outros determinantes, mais analíticos e específicos ao setor de atividade da empresa:

Direcionadores Genéricos	Direcionadores Específicos
Crescimento das Vendas	Crescimento da produção, preço do petróleo bruto e taxa de câmbio
Margem Operacional	Custos operacionais por barril de petróleo e custos de abandonar a extração
Alíquota de Impostos	Impostos sobre a produção e sobre a movimentação financeira
Investimento em Capital de Giro	Não se considera
Investimento em Ativo Fixo	Custos de exploração por barril e custos de desenvolvimento por barril
Custo do Capital	Risco de câmbio e risco político
Duração do crescimento de valor	Índices das Reservas e da Produção

**Quadro 9:** Direcionadores usuais para a indústria petrolífera (Black, Wright e Bachman, 1998: 178)

As condições do mercado de ações e de fusões e aquisições e as restrições externas devido a legislações podem ser consideradas e têm uma componente forte no risco político de qualquer setor.

O administrador financeiro irá monitorar os parâmetros através de suas políticas financeiras básicas no intuito de aumentar o valor da empresa e equilibrar as demandas dos *stakeholders*, cujas relações com a firma influenciam os direcionadores da avaliação.

#### 4.1 – Política de Investimentos

A análise de investimentos, no contexto mais abrangente, passa por uma análise técnica preconizada pelas abordagens tradicionais e por uma análise política, como se a empresa atuasse como uma organização governamental.

As percepções dos executivos são uma variável crucial em determinar a alocação dos recursos organizacionais em resposta às demandas dos *stakeholders* e as suas decisões podem ser classificadas em dois tipos, estejam elas claramente percebidas pelos *stakeholders*, as chamadas de perfeitas, ou que sejam de difícil



entendimento ou de reconhecimento a respeito de quem as tomou, ou imperfeitas, sendo estas últimas objeto de uma reação de difícil previsão por parte da empresa.

Decisões de Investimentos	Critério para Decisão
Atividades Perfeitas	Geração do benefício
Atividades Imperfeitas	Geração e Percepção do benefício

**Quadro 10:** Critérios para análise de investimentos de atividades perfeitas e imperfeitas (baseado em Lea, 1999: 156)

O mecanismo de que o valor agregado aos *stakeholders* seja percebido faz com que as regras básicas da sociedade, as leis e os padrões éticos de cada localidade sejam levados em consideração nas decisões empresariais, o que não contradiz a necessidade de criação de valor para o detentor do direito residual, o objetivo primário da empresa, que é o proprietário. O que ocorre é um mecanismo de pressão social que tenha fluxo aceitável de informações para que os investimentos nos *stakeholders* sejam avaliados corretamente pelos administradores de empresas.

Este fato está ligado ao arcabouço jurídico de direitos de propriedade, que deve ser forte o bastante para infringir perdas às empresas que iniciarem políticas ou ações que resultem em agressão aos direitos humanos ou a suas propriedades. Especificamente, esta regulação deve considerar aspectos de valor, que impactem na riqueza das empresas e, conseqüentemente, no equilíbrio da distribuição da riqueza entre os *stakeholders*.

A gerência, desempenhando as funções de moderadora das relações entre os *stakeholders*, deve avaliar tanto a geração do benefício quanto a informação e conscientização de que tais benefícios estão sendo percebidos pelos relacionados, que serão contemplados pela política de investimentos da empresa.

*“Encorajar conexões positivas com stakeholders-chave pode ajudar a lucratividade da firma. Mais importante, as relações com os stakeholders e a alocação de recursos são inseparáveis, porque a maneira como os executivos distribuem os recursos tem, inevitavelmente, implicações para a qualidade das relações com os stakeholders, e estas variáveis afetam o desempenho financeiro da empresa”* (Berman e outros, 1999: 503).

A política de investimentos compreende as decisões que serão tomadas no âmbito das decisões relativas à composição dos ativos da empresa em relação à liquidez e à rentabilidade. Tais decisões visam a:

- 1) aumentar o lucro operacional da empresa: o lucro atual da empresa é um indicador conservador da capacidade operacional dos investimentos feitos pela administração e serve como importante balizador do sucesso do negócio não sendo afetados por expectativas heterogêneas entre quaisquer agentes econômicos.
- 2) otimizar a distribuição de tais lucros operacionais ao longo do tempo: a garantia do crescimento sustentado da empresa está relacionado à preparação que a firma tiver para atingir mercados que estarão disponíveis no futuro e tais sacrifícios podem comprometer os lucros operacionais atuais, vindo daí a necessidade de distribuição que garanta a sustentabilidade a curto prazo e a longo prazo dos projetos de investimentos.
- 3) equalizar o grau de risco da corporação aos desejos dos acionistas: os proprietários, tendo parte de suas riquezas imobilizadas na empresa buscam impor um perfil de risco operacional que permita que seus fluxos de caixa desejados estejam consistentes com a probabilidade de insucesso do negócio.

Fazer previsões sobre o futuro é uma tarefa complexa e cercada de incertezas que levam qualquer um a acreditar que é um exercício inútil tal previsão. No entanto, ter uma equipe de *stakeholders* capaz de se proteger de eventos desfavoráveis que ocorrerem é uma tarefa bem mais palpável para se construir. É mais eficaz compor uma equipe de *stakeholders* capaz de alterar o rumo estratégico em situações desfavoráveis do que fazer um planejamento financeiro rígido que não possa ser mudado: o segredo do sucesso não está em fazer previsões sobre o futuro, mas sim em se preparar para um futuro que não pode ser previsto.

Sendo assim, em adição ao perfil estático da técnica tradicional do valor presente líquido, é possível estabelecerem-se cursos alternativos de ação após a obtenção de informações que alterem a perspectiva dos eventos futuros que influem sobre os fluxos de caixa das empresas. Este é o conceito de flexibilidade no processo decisório.

Todas as decisões no âmbito da Política de Investimentos terão impacto sobre as flexibilidades possíveis, sendo estas uma clara fonte de geração de valor.

#### 4.1.1 – Flexibilidades como Fontes de Valor

A grande contribuição da abordagem de consideração de flexibilidades está em separar eventos favoráveis, que criam valor, e eventos desfavoráveis, que destroem valor, a um agente econômico, que, neste trabalho, é a empresa. Estes eventos se refletirão em um indicador apropriado, que é o valor presente de seus fluxos de caixa.

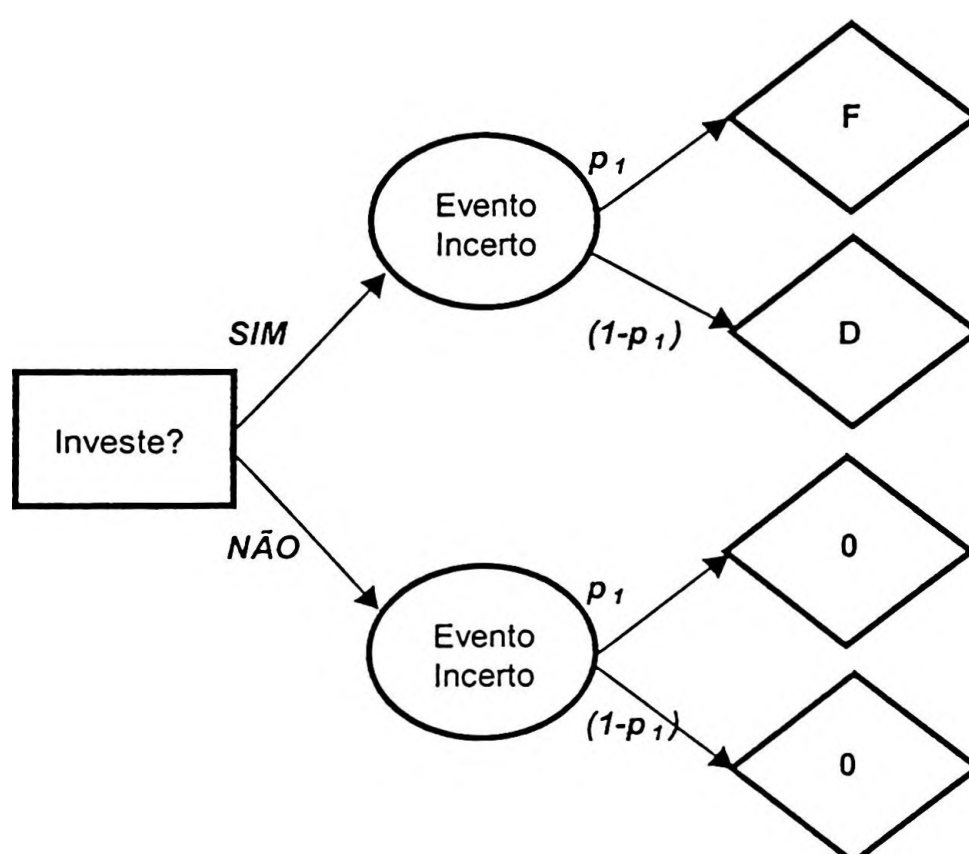


Figura 4: Modelo simplificado de árvore de decisão: valor presente líquido tradicional

#### Legenda:

$p_1$ : probabilidade de ocorrência de um evento favorável

F: resultado favorável, ocasionado por um cenário favorável

D: resultado desfavorável, ocasionado por um cenário desfavorável

0: resultado sem alterações, ocasionado pelo não investimento.

Os modelos de avaliação e análise por árvore de decisão (Clemen, 1996: 67-77) permitem que sejam avaliadas situações em que as decisões a serem tomadas

após o momento atual são dependentes de informações a serem recebidas posteriormente e cada decisão posterior é dependente da decisão anterior. Em suma, este método permite a avaliação de decisões a serem tomadas após o recebimento da informação e antes de iniciar o próximo passo. As situações serão refletidas em previsões de fluxos de caixa incertos e levarão a um valor presente líquido diferente do tradicionalmente calculado.

Para isto devem ser feitos alguns ajustes:

- A reação a eventos desfavoráveis, o que é viável através de ações que protejam o resultado da empresa a estes cenários. Os resultados tidos como desfavoráveis não ocorrerão em toda sua magnitude pela reação empreendida pela empresa, viabilizada pelos *stakeholders*.
- A consideração do valor do dinheiro no tempo para retratar o resultado das operações sob cenários diferentes ao longo do tempo.

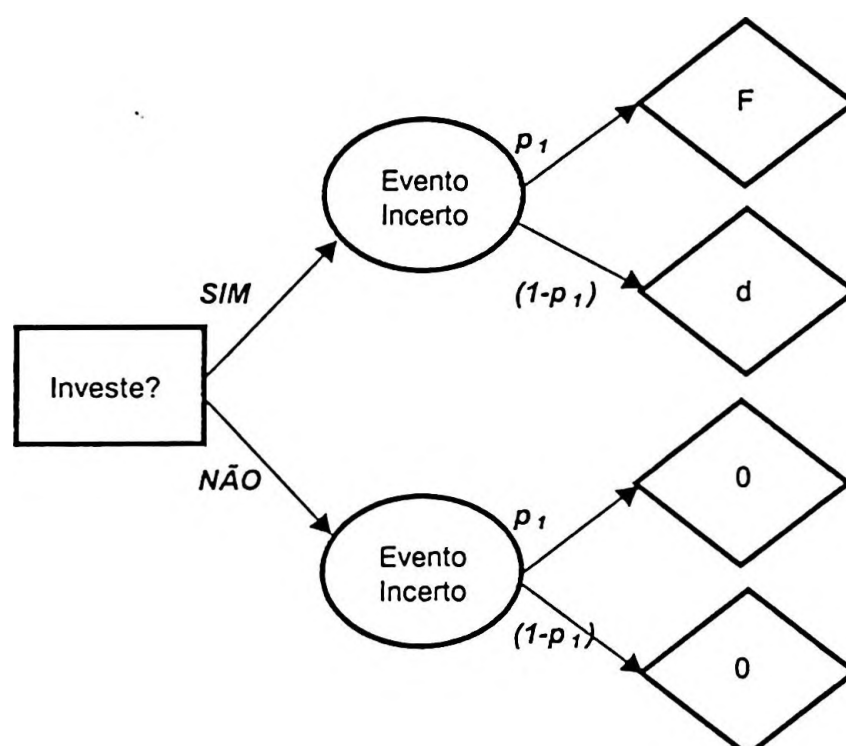


Figura 5: Modelo ajustado de árvore de decisão: valor presente líquido expandido

**Legenda:**

$p_1$ : probabilidade de ocorrência de um evento favorável

F: resultado favorável, ocasionado por um cenário favorável

d: resultado desfavorável amenizado, ocasionado pela reação da administração a eventos desfavoráveis.

0: resultado sem alterações, ocasionado pelo não investimento

O investidor, na situação acima, pode se proteger do resultado de eventos desfavoráveis, porque toma outra decisão após a chegada de informações que tracem o evento que era incerto, apesar de não ter sido incluído um quadrado representante de tal decisão na figura 5 com isto, o resultado negativo do cenário desfavorável passa a ser amenizado. A amplificação de resultados, no caso de cenários favoráveis, também pode ocorrer.

Quando é definido um indicador para se classificar os cenários, para o propósito de avaliação de investimentos, pode ser definido o aumento no valor da empresa devido a um projeto adicional, ou seja, o **valor presente líquido (VPL)** de tal projeto.

- cenário que ocasione um VPL maior do que zero é favorável;
- cenário que ocasione um VPL menor do que zero é desfavorável.

Devido à flexibilidade de alterar a estrutura da empresa para se proteger dos eventos desfavoráveis, o VPL irá ser maior do que o tradicionalmente calculado, sem as flexibilidades.

A opção de se fazer algo concede a seu detentor uma flexibilidade de escolher, sempre procurando melhorar seu estado, de executar uma ação ou não. Este algo a ser feito é propiciado pela capacidade de reverter alguma decisão já tomada, visando a maximizar o VPL do projeto de investimento. Deste modo, fica possível:

- Aumentar ou diminuir receitas;
- Aumentar ou diminuir custos;
- Investir ou desinvestir;
- Aumentar ou reduzir o volume de produção.

Com isto, espera-se aumentar ganhos caso ocorram cenários favoráveis e diminuir perdas caso ocorram cenários desfavoráveis.

A flexibilidade é um direito que tem um valor, sendo possível de ser transacionado em um mercado e está ligada a dois fatores básicos:

- a) característica dos ativos operacionais que propiciem que a administração possa ter flexibilidade em alterar a estratégia da empresa e, então, possa se utilizar de opções sobre ativos.
- b) competência dos *stakeholders* em propor e executar ações que garantam a flexibilidade, sendo crucial para os executivos monitorarem a importância dos mesmos para que isto aconteça.

A técnica expandida da avaliação por árvores de decisão tem a necessidade do conhecimento sobre as flexibilizações possíveis, que vão além de incertezas sobre o comportamento do mercado para chegar às incertezas sobre ações conjuntas de agentes econômicos, que são o foco do relacionamento com os *stakeholders*.

A existência de um direito denota a impossibilidade de perda do mesmo, a não ser que seja de estrita vontade de seu detentor. Esta característica das opções constitui uma barreira de entrada aos interessados em usufruírem dos benefícios decorrentes de determinada condição de negócios, que estará protegida por determinado direito que o garanta. O exercício do direito dá ao seu detentor um conjunto de ativos reais já existentes na data ou, então, um conjunto de expectativas de ativos a serem incorporados ao seu patrimônio no futuro.

As empresas têm opções estratégicas que podem exercer, mas poucas delas são garantidas por um contrato jurídico, estando aí a importância de monitorar a legitimidade do relacionamento com os *stakeholders* para que um contrato informal seja celebrado e cumprido.

Suponha um projeto ilustrativo para gerar resultado em um ano que tenha os seguintes parâmetros:

Informação	Cenário Favorável	Cenário Desfavorável
Probabilidade de ocorrência (% de chances)	50%	50%
Preço unitário dos produtos (p)	\$ 12/unidade	\$10/unidade
Custos Variáveis Unitários (v)	\$ 7/unidade	\$5 /unidade
Custos Fixos (F)	\$ 100.000	\$ 100.000
Volume de vendas durante o período do projeto (Q)	100.000 unidades	50.000 unidades
Investimento Inicial (II)	\$ 200.000	\$ 200.000
Custo do Capital (i)	10% a.a.	10% a.a.

Quadro 11: Expectativas para o Projeto Ilustrativo

O valor presente líquido do projeto, para os dois cenários, pode ser estimado:

- VPL no cenário favorável =  $[(p-v) \times Q - F] / (1+i) - II = [(12-7) \times 100.000 - 100.000] / (1,1) - 200.000 = 163.636$
- VPL no cenário desfavorável =  $[(p-v) \times Q - F] / (1+i) - II = [(10-5) \times 50.000 - 100.000] / (1,1) - 200.000 = (63.636)$

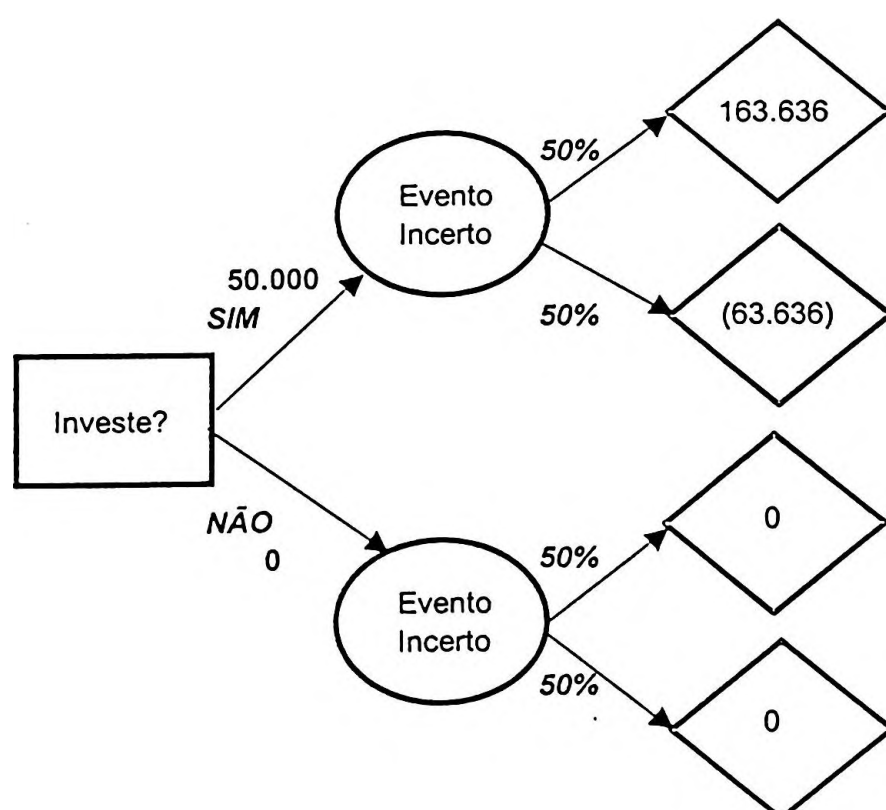


Figura 6: Árvore de decisão para o Projeto Ilustrativo sem flexibilidades

Note-se que esta é a avaliação tradicional de projetos, em que o VPL médio do projeto contempla a hipótese de o mesmo ter VPL negativo. Daí vem a natureza estática do VPL tradicional : não há possibilidade de se fazer algo para evitar esta destruição de valor, ou seja, o investimento é feito hoje e a empresa fica exposta ao risco de o evento incerto ser desfavorável. A hipótese de ser estática é facilmente derrubada pela possibilidade que a empresa tem de negociar com seus vários *stakeholders*, para que, em caso de ocorrer um cenário desfavorável, possam ser tomadas ações que revertam as perdas, ao menos em parte, e que, no caso de um cenário favorável, possam ser tomadas ações que ampliem a captura dos benefícios gerados por este cenário.

Na avaliação tradicional, a opção de investir agora tem um valor que é:

- $VPL \text{ médio} = (p_1 \times VPL \text{ favorável} + (1-p_1) \times VPL \text{ desfavorável}) = 50\% \times 163.636 + 50\% \times (63.636) = 50.000$

#### 4.1.2 – Flexibilidade de Adiar o Investimento

Na existência de direitos que garantam que o mercado a ser atendido não será tomado por um concorrente, há a possibilidade de adiar o investimento e esperar pelas informações que confirmem que os fluxos de caixa operacionais do projeto irão cobrir o investimento inicial. A possibilidade de adiamento é conseguida por relacionamentos com os *stakeholders* que garantam esta possibilidade, como o exemplo de uma petrolífera que adia o investimento por um ano para que as incertezas sobre o preço do petróleo se resolvam: engloba um relacionamento com os concorrentes de que o mercado deixado por ela não será capturado pelos rivais.

A possibilidade de adiar é garantida pelo estabelecimento de barreiras de entrada a novos concorrentes, que devem ser contempladas em relações com *stakeholders* especiais advindo daí sua importância para a administração da empresa.

Supondo que o investimento no Projeto Ilustrativo possa ser adiado por um ano, a geração dos fluxos de caixa operacionais será adiada pelo mesmo período, o que resultará em um valor presente líquido para o investimento:

- $VPL \text{ favorável} = [(p-v) \times Q - F] / (1+i) - I_0 = [(12-7) \times 100.000 - 100.000] / (1,1) - 200.000 = 163.636$



- $VPL \text{ desfavorável} = (p-v) \times Q - F - II / (1+i) = [(10-5) \times 50.000 - 100.000] / (1,1) - 200.000 = (63.636)$

Mas o VPL menor do que zero é possível de ser evitado com a empresa estabelecendo relacionamento com os *stakeholders* que garantam a possibilidade de adiar o investimento sem perda do mercado alvo, o que a faz poder aguardar que informações confirmem o cenário para o seu negócio.

- $VPL \text{ favorável} = \text{máximo}(163.636 ; 0) = 163.636$
- $VPL \text{ desfavorável} = \text{máximo}((63,636);0) = 0$
- $VPL \text{ médio} = 50\% \times 163.636 + 50\% \times 0 = 81.818$

O relacionamento com os *stakeholders* que garantem vantagens competitivas que barrem a entrada de concorrentes cria valor para a empresa:

- $\text{Valor da Opção de adiar} = VPL \text{ adiando} - VPL \text{ tradicional} = 81.818 - 50.000 = 31.818$

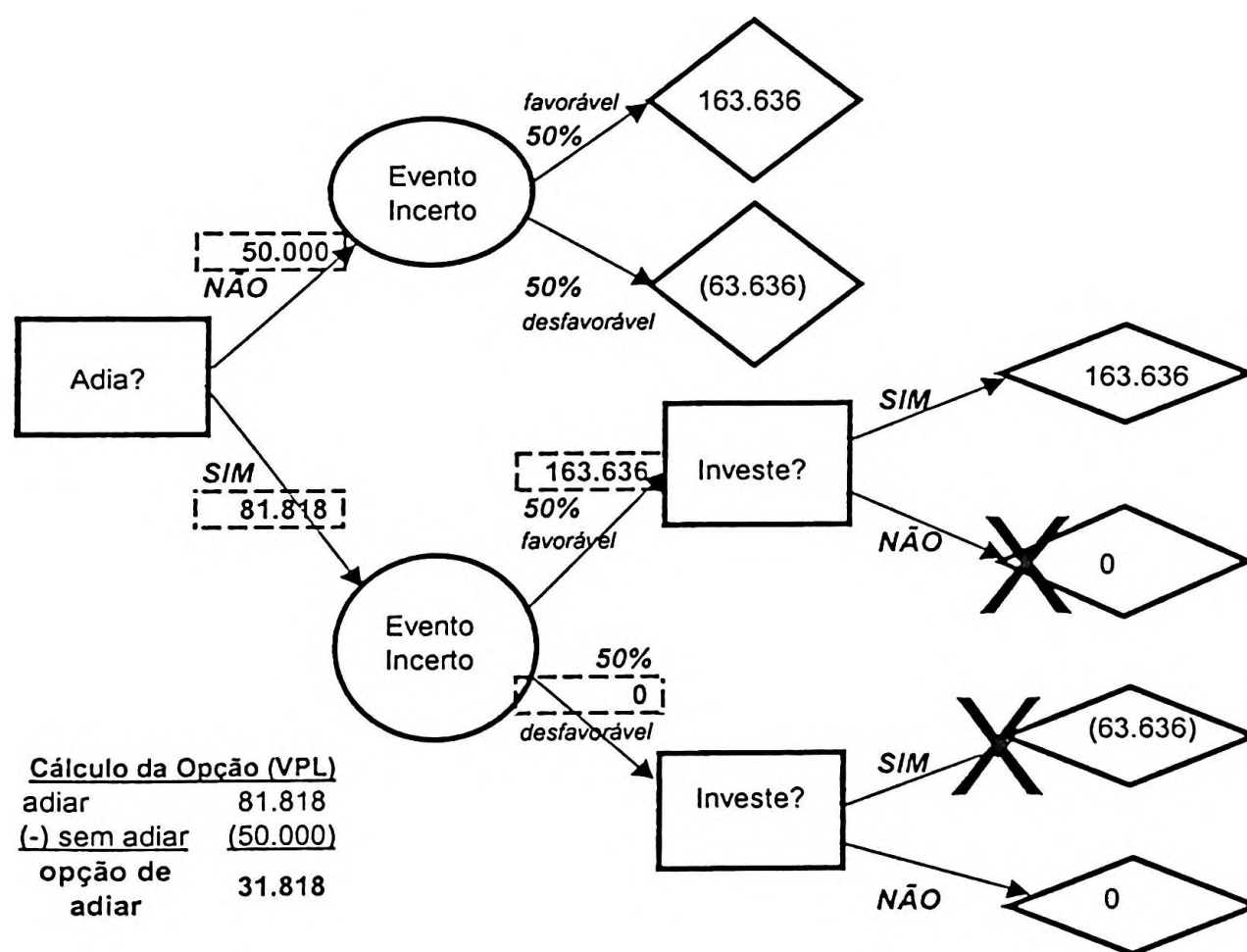


Figura 7: Árvore de decisão para o Projeto Ilustrativo com a opção de adiar

A natureza da flexibilidade de poder adiar um investimento, por estar atrelada à resposta da organização frente aos cenários que se apresentam a ela, é dependente da atuação junto aos *stakeholders*. Todas as decisões que fazem parte da política de investimentos estarão viabilizando as flexibilidades e, por consequência, a criação de valor.

#### 4.1.3 – Flexibilidade de Expandir a Produção

No caso de haver incertezas sobre o comportamento do mercado, a empresa pode garantir a possibilidade de expandir sua escala de produção, caso se confirme um cenário favorável.

Como exemplo, uma revendedora de veículos que tem suas vendas dependentes da renda dos moradores da cidade em que ela está instalada percebe que há possibilidades de aumento da renda familiar na região com a esperada implantação de um pólo tecnológico na localidade, o que está exposto, ainda, a grandes incertezas relacionadas ao resultado das eleições presidenciais que acontecerão em seis meses.

Por razões de fortalecimento da imagem e de fidelização dos clientes, é necessário aumentar a escala dos negócios já, para garantir canais de distribuição após o resultado da eleição. Tal aumento de escala pode ser feito de duas formas:

- a) compra de um grande showroom por R\$ 10 milhões, com VPL estimado de R\$ 600 mil;
- b) compra de um showroom menor por R\$ 6,5 milhões, já, e que permita uma ampliação por um montante adicional de R\$ 8 milhões, com VPL estimado de R\$ 3 milhões.

O adiamento da expansão completa garante as barreiras de entrada necessárias para a revendedora atender ao mercado que se vislumbra e permite a flexibilidade de permanecer com a menor escala, caso o aumento de renda não se verifique, o que será constatado após as eleições.

Neste contexto, o valor agregado pela revendedora é limitado à perda sobre apenas o investimento no showroom menor, no cenário em que os resultados das eleições não permitam a instalação do pólo tecnológico, sendo este o cenário desfavorável, enquanto que o máximo valor esperado está relacionado ao valor com

a expansão maior, sendo este o cenário favorável. A opção de poder expandir gera, assim, valor.

É importante mencionar que a flexibilidade da expansão foi obtida pelo relacionamento com os *stakeholders* que atuam junto aos canais de distribuição, tudo isto feito antes das eleições presidenciais, que é o evento incerto.

No caso do Projeto Ilustrativo, supondo que com um investimento adicional de \$ 40.000, o projeto possa ser ampliado para uma produção em 50% maior, que será absorvida pelo mercado no caso de ocorrer o cenário favorável, tem-se:

- VPL favorável =  $[(p-v) \times Q \times (1+\text{expansão}) - F] / (1+i) - II - \text{investimento na expansão} = [(12-7) \times (100.000 \times 1,5) - 100.000] / (1,1) - 200.000 - 40.000 = 350.909$
- VPL desfavorável =  $(p-v) \times Q - F = [(10-5) \times 50.000 - 100.000] / (1,1) - 200.000 = (63.636)$

A possibilidade de expandir, portanto, tem um valor que é:

- VPL médio =  $(50\% \times 350.909 + 50\% \times -63.636) = 143.636$

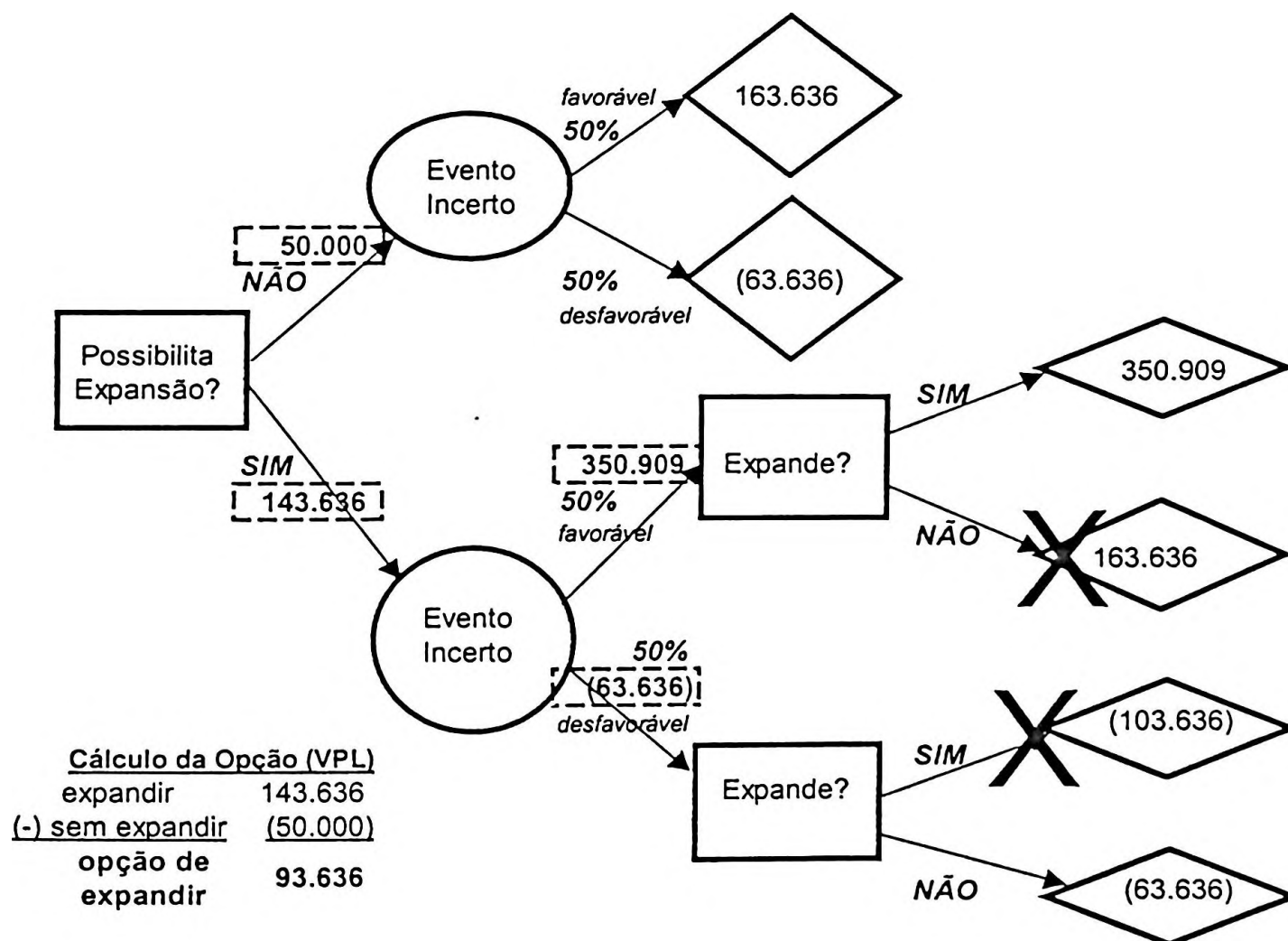


Figura 8: Árvore de decisão para o Projeto Ilustrativo com a opção de expandir

A opção de expandir tem um valor maior do que a opção de investir sem possibilitar a expansão, que é:

- Valor da Opção de expandir = VPL expandindo – VPL tradicional = 143.636 – 50.000 = 93.636

Este é o valor gerado por um relacionamento com os *stakeholders* que possibilitem tal flexibilidade. Tal flexibilidade pode ser garantida também por barreiras de entrada.

#### 4.1.4 – Flexibilidade de Contrair a Produção

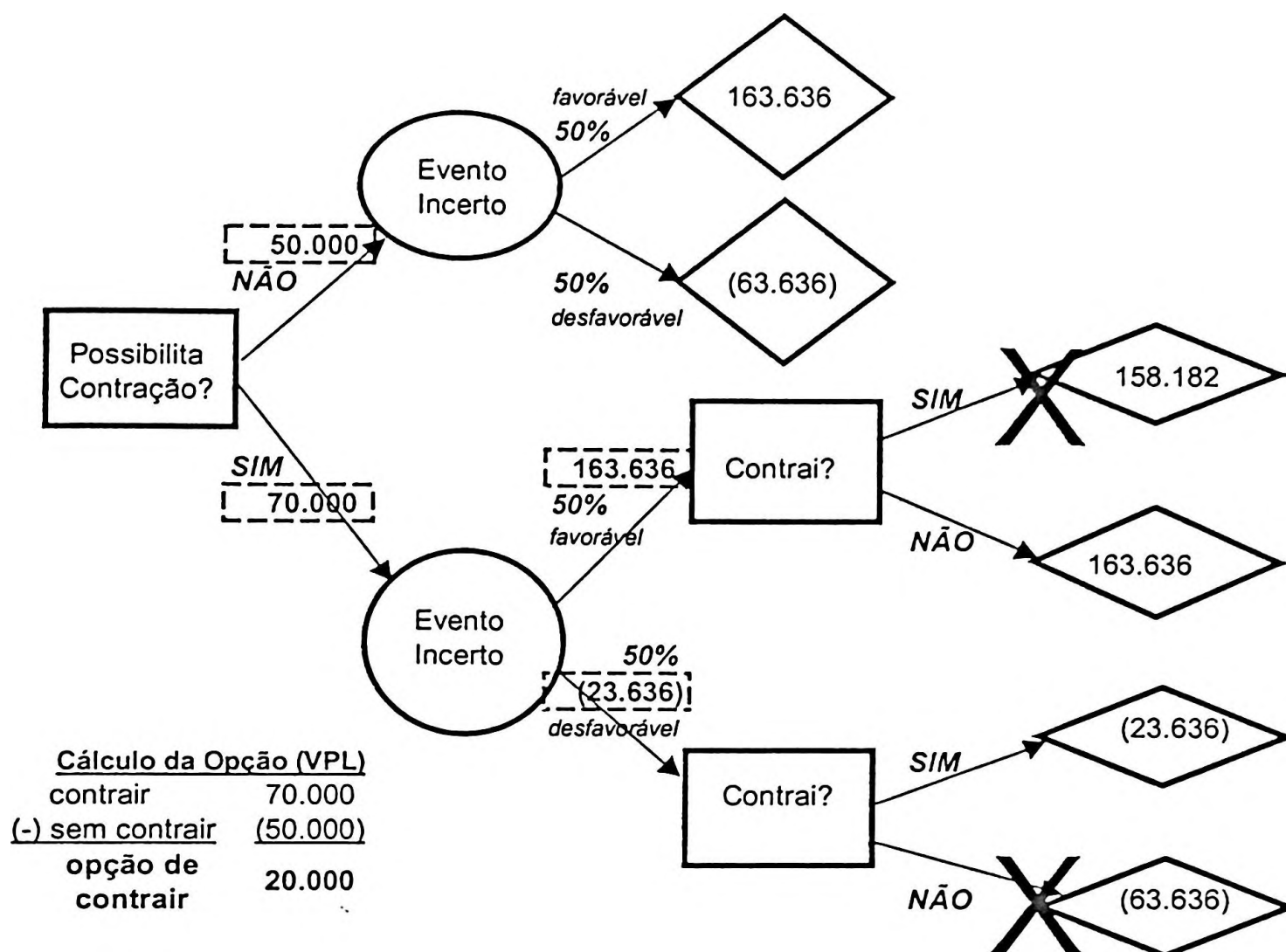
A contração é possibilitada por contratos estabelecidos que permitam reduzir a capacidade de produção através de um desinvestimento, caso o cenário desfavorável ocorra. Um exemplo seria o de uma petrolífera que contrai a planta após um ano, ao verificar que os preços do óleo foram menores do que os que eram esperados. A contração ocasiona uma recuperação do investimento inicial já feito e, portanto, necessita de que tais investimentos não sejam muito específicos ou, então, que os contratos celebrados com os fornecedores contemplem a possibilidade de cancelamento, entre outros condicionantes.

No caso do Projeto Ilustrativo, no momento em que investir, a empresa pode garantir a possibilidade de contrair a produção no caso de se confirmar um cenário desfavorável. Isto ocasionaria uma redução de 10% na capacidade de produção e possibilitaria recuperar \$ 40.000 dos investimentos realizados no início do projeto.

- VPL favorável =  $[(p-v) \times Q - F] / (1+i) - I = [(12-7) \times 100.000 - 100.000] / (1,1) - 200.000 = 163.636$
- VPL desfavorável =  $(p-v) \times Q - F = [(10-5) \times 50.000 - 100.000] / (1,1) - 200.000 + 40.000 = (23.636)$

A possibilidade de contrair, portanto, tem um valor que é:

- VPL médio =  $(50\% \times 163.636 + 50\% \times -23.636) = 70.000$



**Figura 9:** Árvore de decisão para o Projeto Ilustrativo com a opção de contrair

A opção de contrair tem um valor maior do que a opção de investir sem possibilitar a expansão, que é:

- Valor da Opção de contrair = VPL contraindo – VPL tradicional = 70.000 – 50.000 = 20.000

Do mesmo modo que as outras flexibilidades, este valor será criado por um relacionamento com os *stakeholders*.

#### 4.1.5 – Flexibilidade de Abandonar a Produção

A possibilidade de investir e abandonar, recuperando uma parte do investimento, ocasiona um efeito sobre o VPL dos projetos. Este efeito é benéfico e configura uma importância maior para os *stakeholders* que permitam esta

possibilidade. A possibilidade de abandono permite que se realize o valor residual dos ativos, caso o mercado decline severamente.

Uma montadora de automóveis especiais, por exemplo, que tem seu preço sujeito a oscilações bruscas que, freqüentemente, caem a um patamar mais baixo do que os custos variáveis de produção, pode se utilizar da opção de abandonar.

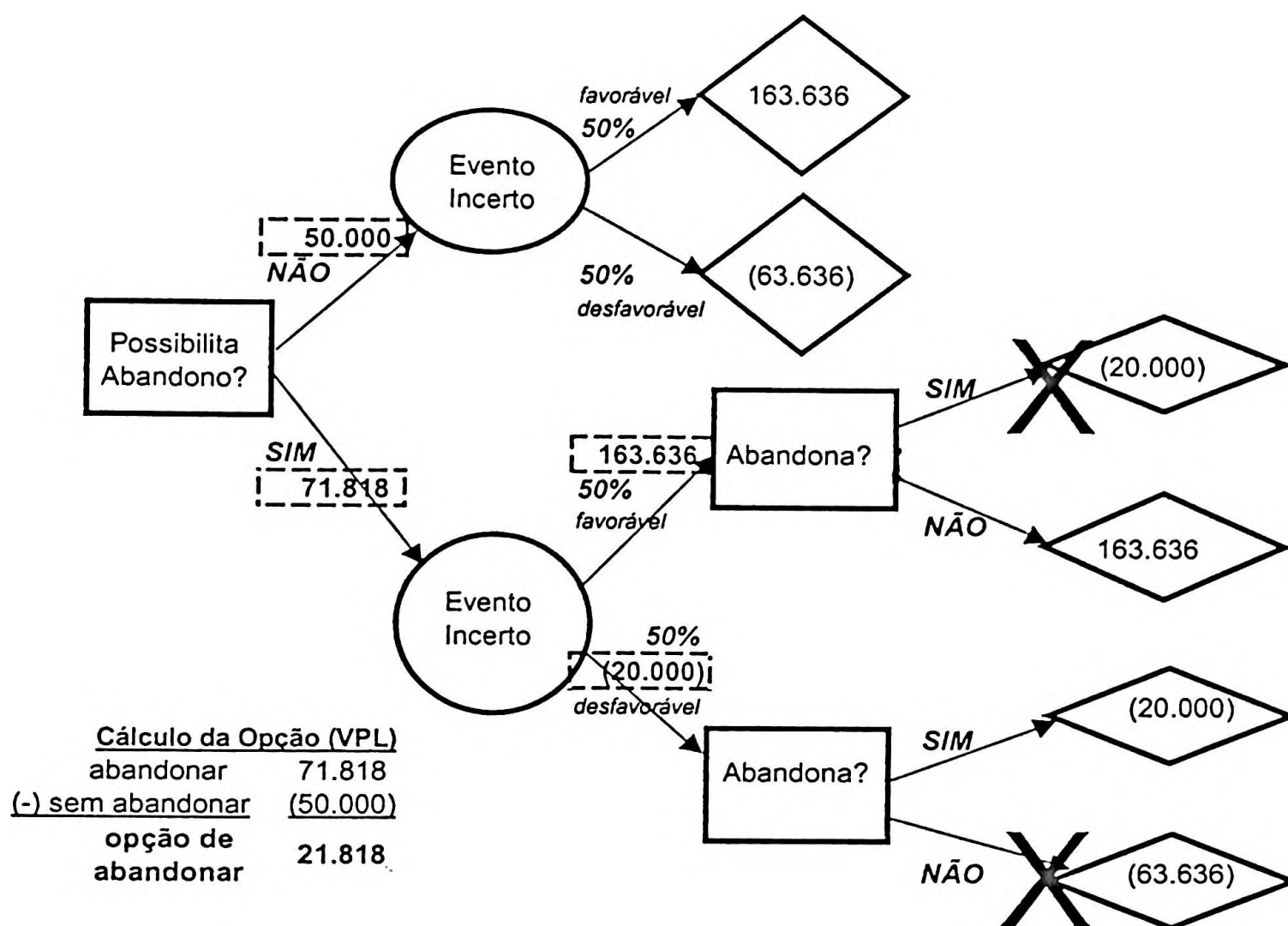
Tendo esta montadora expectativas pessimistas acerca do comportamento futuro dos preços de seus carros e custos de reativação altos o bastante para tornar inviável o retorno à produção, seus contratos celebrados com os *stakeholders* serão, provavelmente, flexíveis o suficiente para garantir a opção de abandonar o negócio, caso ocorra o cenário desfavorável.

No caso do Projeto Ilustrativo, tendo a administração a possibilidade de abandonar o projeto após um ano, recuperando \$ 180.000 do investimento inicial no caso de ocorrer um cenário desfavorável, tem-se:

- $VPL \text{ favorável} = [(p-v) \times Q - F] / (1+i) - I = [(12-7) \times 100.000 - 100.000] / (1,1) - 200.000 = 163.636$
- $VPL \text{ desfavorável} = (p-v) \times Q - F - I + \text{valor residual} = [(10-5) \times 0 - 100.000] / (1,1) - 200.000 + 180.000 = (20.000)$

A possibilidade de contrair, portanto, tem um valor que é:

- $VPL \text{ médio} = (50\% \times 163.636 + 50\% \times -20.000) = 71.818$



**Figura 10:** Árvore de decisão para o Projeto Ilustrativo com a opção de abandonar

A opção de abandonar tem um valor maior do que a opção de investir sem possibilitar o abandono, que é:

$$\text{Valor da Opção de abandonar} = \text{VPL abandonando} - \text{VPL tradicional} = 71.818 - 50.000 = 21.818$$

O valor é criado ao se ter a possibilidade de abandonar e os *stakeholders*-chave para esta estratégia têm sua importância aumentada. A importância, repetindo, é dependente do valor da opção de abandonar.

#### 4.1.6 – Flexibilidade de Mudar Mix de Insumos ou de Produtos

A flexibilidade é mais intensa quando é possível modificar métodos e técnicas de produção para alterar produtos ou utilizar diferentes insumos para a produção dadas as condições de mercado. Esta é uma poderosa fonte de criação de valor.

Uma administradora de condomínios, por exemplo, de uma cidade situada em uma região sujeita a racionamento de energia necessitava garantir o abastecimento de energia elétrica. Nesta missão, estavam sendo avaliadas três alternativas:

- a) compra de um equipamento que recebe energia da distribuidora local;
- b) compra de um gerador de eletricidade;
- c) compra de um equipamento que alterna entre utilizar energia do distribuidor e energia com geração própria, tendo esta flexibilidade um custo adicional às duas outras alternativas.

Devido às incertezas sobre a disponibilidade e sobre o preço da energia pública, pode ser vantajoso alternar entre utilizar o gerador ou comprar diretamente do distribuidor, justificando, assim, o custo adicional do equipamento flexível.

Esta estabilidade no fornecimento de energia é um valor percebido pelo cliente e ocasiona um preço-prêmio a ser pago por ele, o que altera os preços e as receitas da administradora em cenários desfavoráveis e favoráveis, modificando, além do custo de produção, o da energia, o produto a ser entregue, caracterizado por energia perene ou energia intermitente.

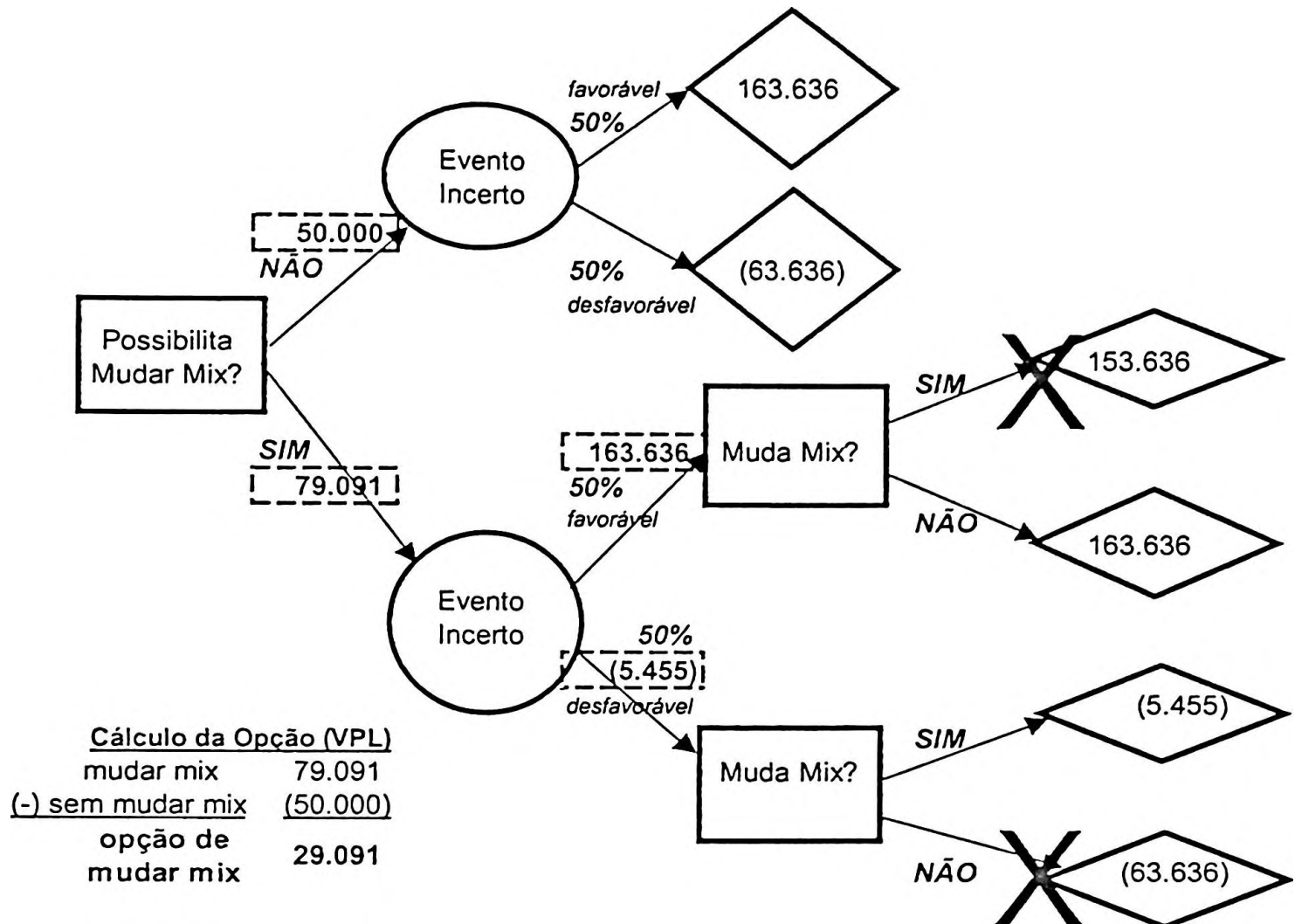
Considerando que o Projeto Ilustrativo tem a flexibilidade de alternar os produtos para um preço mais baixo (\$10/unidade) e um custo variável unitário mais baixo (\$3,5/unidade) a um custo adicional de \$ 10.000, no caso de cenário desfavorável, tem-se:

- VPL favorável =  $[(p-v) \times Q - F] / (1+i) - II = [(12-7) \times 100.000 - 100.000] / (1,1) - 200.000 = 163.636$
- VPL desfavorável =  $(p-v) \times Q - F - II - \text{custo adicional} = [(10-3,5) \times 50.000 - 100.000] / (1,1) - 200.000 - 10.000 = (5.454)$

A possibilidade de mudar mix, portanto, tem um valor que é:

- VPL médio =  $(50\% \times 163.636 + 50\% \times -5.454) = 79.091$





**Figura 11:** Árvore de decisão para o Projeto Ilustrativo com a opção de mudar mix de insumos ou de produtos

A opção de mudar a configuração tecnológica da empresa tem um valor maior do que a opção de investir sem possibilitar tal flexibilidade, que é:

$$\text{Valor da Opção de mudar mix} = \text{VPL mudando mix} - \text{VPL tradicional} = 79.091 - 50.000 = 29.091$$

Esta fundamental flexibilidade, que para todos os executivos é importante, pode ter seu benefício calculado desta forma. E os *stakeholders* precisam estar preparados e identificados para fazê-la.

As situações descritas nas possibilidades cobrem as principais flexibilidades possíveis. Tais flexibilidades ocorrem conjuntamente, levando a situações em que as árvores de decisão têm ramificações posteriores, o que não será abordado neste trabalho, o qual se preocupou com os conceitos e estratégias fundamentais para demonstrar como o relacionamento com os *stakeholders* podem criar valor na política de investimentos das empresas. Entre as variações das flexibilidades

apresentadas, pode-se citar a opção de parar temporariamente, que é um caso particular de contração seguido de expansão.

Com tantas possibilidades de flexibilizar, a empresa passa a analisar as estratégias dominantes. No Projeto Ilustrativo, se ocorrer um cenário favorável, a estratégia que produz o maior valor é a de assegurar a expansão, enquanto que na ocorrência de um cenário desfavorável, a estratégia melhor é a de garantir a possibilidade de adiar o investimento. Estas estratégias são as mais importantes por produzirem maiores VPL do que as outras e devem ser priorizadas no atingimento, sendo os *stakeholders*-chave para que elas ocorram caracterizados como os mais importantes para o projeto.

Cenário	VPL caso seja permitida a flexibilidade de:					
	Adiar	Expandir	Contraír	Abandonar	Mudar Mix	Maior valor
Favorável	163.636	350.909	163.636	163.636	163.636	Expandindo
Desfavorável	0	- 63.636	-23.636	-20.000	-5.455	Adiando

**Quadro 12:** Seleção de Estratégias Dominantes para o Projeto Ilustrativo

As opções que realmente devem ser preservadas são as de maior valor em cada cenário e as outras têm uma importância menor. Os *stakeholders* mais importantes serão aqueles que possibilitarem implementar as estratégias de maior valor durante a execução dos projetos e ainda permitem o maior valor presente líquido para os proprietários.

Note-se que é necessário, para fins de cálculo, isolar a parcela do ativo operacional que é parte do projeto flexível. Este processo pode ser difícil e custoso, dependendo da cultura de planejamento e de controle que a empresa tem executado durante a sua existência. Damodaran (1997: 461) identificou empresas detentoras de patentes de produtos e empresas que atuam na exploração de recursos naturais como as mais suscetíveis a serem avaliadas por opções reais, que é o nome consolidado da abordagem de avaliação das flexibilidades.

Estes fatores associados a:

- a) um ambiente conjuntural que seja de muita incerteza: propicia que cenários desfavoráveis ocorram e haja uma alteração na estratégia das empresas;
- b) uma administração que tenha gestão orçamentária ativa: que acompanhe a situação econômica dos projetos e possa fazer alterações a um baixo custo e com informações acuradas;
- c) uma estrutura de mercado que permita a existência de barreiras de entrada ou facilite a saída de concorrentes: acarreta a ocorrência de um tempo até a tomada de decisão que possa servir de atenuante para as incertezas, permitindo o recebimento de novas informações que possibilitem decidir sobre a implementação de um projeto.

São os determinantes de situações favoráveis à gestão de flexibilidades junto aos *stakeholders*.

Estes fatores estão claramente ligados ao relacionamento com os *stakeholders*, já que, dependendo da expectativa sobre o comportamento futuro do mercado, será escolhida alguma das configurações que viabilizem as flexibilidades apresentadas.

A política de investimentos tem o objetivo de maximizar a rentabilidade dos ativos da empresa, o que é viabilizado pelo *trade-off* entre margem operacional e giro dos ativos.

#### **4.2 – Política de Financiamentos**

A forma de se financiar a empresa é a atividade clássica da área financeira. Esta atividade visa a equalizar o risco da corporação aos níveis desejados pelos acionistas e se dá a partir da obtenção de capitais.

Os fundos que financiam as atividades da empresa são chamados de capital e podem ser obtidos dos proprietários da empresa ou pelos chamados terceiros.

	CAPITAL	
	De terceiros	Próprio
Voz da administração	Não	Sim
Reivindicação sobre lucros e ativos	Proprietário ao capital próprio	Subordinado ao capital de terceiros
Maturação do Investimento	Definido	Indefinido
Tratamento Tributário	Dedução de juros	Sem dedução

**Quadro 13:** Diferenças Básicas entre Capital de Terceiros e Capital Próprio

O capital de terceiros vem acompanhado de proteções legais que conferem prioridade no recebimento, exercido sobre o direito do capital próprio, e prazos e taxas declarados. No entanto, a influência sobre as decisões da empresa é tomada apenas pelo detentor do capital próprio. O fornecedor de capital de terceiros é chamado de credor, enquanto que o fornecedor de capital próprio é o proprietário. Em virtude de a prioridade no recebimento dos juros e principal ser do credor, seu capital é tido como sendo, pela teoria, o mais barato.

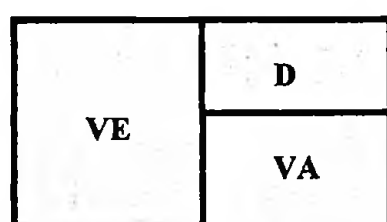
Os *stakeholders* atuam como fornecedores de fundos para as empresas: fornecedores, funcionários, governo, bancos e proprietários diretamente emprestam recursos para a empresa gerir suas operações. Pode-se dizer que há um estímulo ao investimento dos *stakeholders* nas empresas dependente da estabilidade que estes agentes econômicos vislumbrem de que os contratos celebrados serão mantidos. Numa situação de instabilidade na manutenção ou no cumprimento destes contratos, espera-se que haja uma tendência de desinvestimento por parte destes *stakeholders*.

O cumprimento dos contratos é importante e isto acontecerá com maiores chances se o tomador tiver capacidade de pagamento, o que é o foco da avaliação externa da estrutura de capital.

O ponto principal da questão está em como os relacionamentos com os *stakeholders* influenciam na avaliação externa da estrutura de capital, o que indica como o mercado financeiro avalia a capacidade de pagamento das empresas tomadoras.

### 4.2.1 – Avaliação Externa da Estrutura de Capital

A capacidade de pagamento de uma empresa é medida pelas garantias que o credor tem de que obterá o retorno dos recursos por ele emprestados. Estas garantias podem assumir duas formas: ativos tangíveis que a empresa possui, que são passíveis de serem registrados pela contabilidade, ou fluxos de caixa futuros gerados pelo tomador em seus negócios, que estão incorporados ao valor da empresa, destes dois o maior. Apenas para uma empresa em um setor em declínio será possível se utilizar do valor registrado pela contabilidade para fixar o valor das garantias. Isto faz com que, na maioria das vezes, tenha que ser utilizado o valor da empresa, inclusive com a consideração sobre as flexibilidades, como valor das garantias.



**Figura 12:** Divisão do Valor da Empresa entre Acionistas e Credores

Legenda:

**VE:** valor da empresa

**D:** valor da dívida

**VA:** valor das ações

O valor da empresa é a soma dos direitos financeiros sobre a empresa, que é composto de dívidas e ações.

O montante de dívida que a administração financeira deve buscar ter como fonte de financiamento deve ser aquele que maximiza o valor da empresa. Para cumprir esta função, o executivo financeiro deve se basear em indicadores de endividamento, que para efeito da argumentação sobre a avaliação externa da estrutura de capital será o **índice de endividamento: dívidas / valor da empresa**.

Tendo em mente que o credor e o acionista se perguntam se receberão o que emprestaram ou investiram, foram propostas teorias que expliquem o montante adequado de dívida para as empresas.

Sendo a garantia para os credores, o valor da empresa foi tido, pela proposição I de Modigliani e Miller (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995: 302), como sendo igual para uma empresa com dívidas ou sem dívidas. Esta constatação veio do fato de que o proprietário poderia reproduzir o endividamento da empresa alavancada em suas próprias contas. Desta forma, o valor da empresa é indiferente à forma como ela é financiada. De uma irrepreensível formalização teórica, esta abordagem foi fundamental para o início dos questionamentos sobre o tema, que continuou com a incorporação de fatores que não foram levados em consideração nesta pioneira abordagem.

Supondo que duas empresas idênticas, diferentes apenas no endividamento, possuam valores diferentes:

Empresa A (alavancada)	Empresa N (não alavancada)						
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 70%; text-align: center; vertical-align: middle;"><b>90</b></td> <td style="width: 30%; text-align: center; vertical-align: middle;"><b>50</b></td> </tr> <tr> <td style="width: 70%;"></td> <td style="width: 30%; text-align: center; vertical-align: middle;"><b>40</b></td> </tr> </table>	<b>90</b>	<b>50</b>		<b>40</b>	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center; vertical-align: middle;"><b>100</b></td> <td style="width: 50%; text-align: center; vertical-align: middle;"><b>100</b></td> </tr> </table>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>90</b>	<b>50</b>						
	<b>40</b>						
<b>100</b>	<b>100</b>						

**Figura 13:** Duas Empresas Idênticas com Estruturas de Capital Diferentes

As empresas estão no mesmo setor de atuação, geram os mesmos lucros operacionais e têm a mesma composição de ativos fixos e de capital de giro. Ainda, suas administrações têm a mesma qualidade e reputação junto aos investidores.

Os investidores no mercado de fusões e aquisições, ao fazerem uma pesquisa de investimentos, notarão que:

- 1) Podem comprar a empresa A por \$ 90, pagando a dívida de \$ 50 com um empréstimo em suas contas pessoais no mesmo valor e desembolsando \$ 40 de suas poupanças.
- 2) Podem comprar a empresa N por \$ 100, desembolsando \$ 100 de suas contas pessoais.

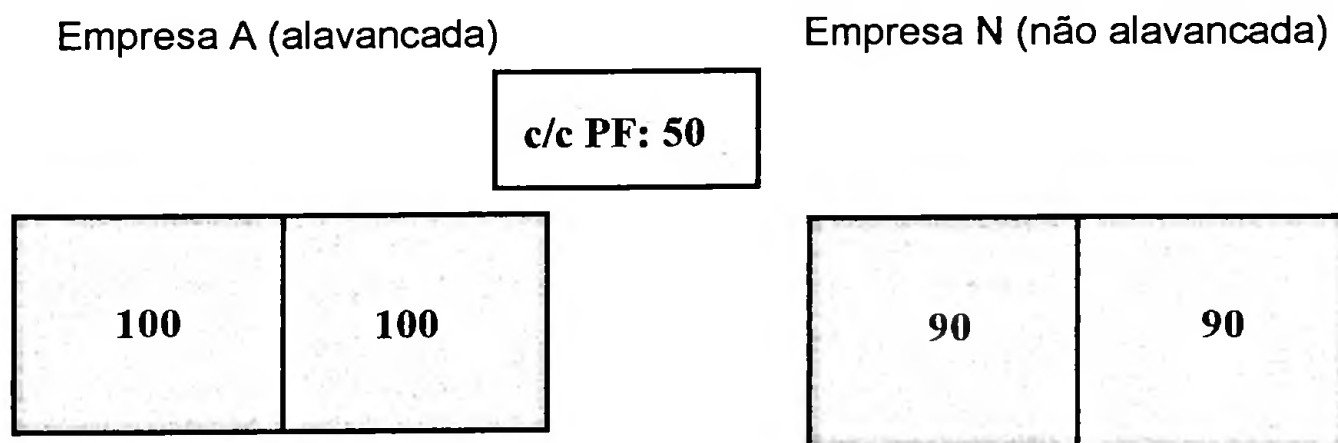
Está claro que é mais barato, para os investidores, comprar a empresa A, pois eles desembolsam menos dinheiro e pagam os juros nas suas contas pessoais.

Nesta situação, o retorno sobre o capital investido para os dois investidores pode ser medido:

Proprietário Taxa de juros da dívida	<u>Empresa A</u>		<u>Empresa N</u>	
	Atual 20%	Potencial 20%	Atual 20%	Potencial 20%
<b>Lucro Operacional</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
(-) Juros conta da empresa	(10)	-	-	-
(=) Lucro Líquido	10	20	20	20
(-) Juros conta do proprietário	-	(10)	-	-
(=) Lucro para o Sócio	10	10	20	20
(/) Capital Investido pelo Sócio		40		100
<b>(=) Retorno sobre Cap. Investido</b>		<b>25%</b>		<b>20%</b>

**Quadro 14:** Retornos Esperados para Investidores em Empresas Similares com Valores Diferentes em Razão de seus Endividamentos

Observando o retorno sobre o capital investido dos proprietários potenciais, verifica-se que a empresa com dívidas, sendo comprada com a estratégia de alavancar nas contas pessoais dos proprietários irá dar um retorno de 25% no período, contra 20% no período das similares não endividadas. Neste contexto, todos os investidores se interessarão apenas pela empresa endividada, o que fará com que seu valor aumente e o valor da empresa não endividada diminua. Na hipótese de que o valor da empresa endividada aumente a ponto de valer mais do que a empresa não endividada:



**Figura 14:** Duas Empresas Idênticas com Endividamento Feito em Contas Pessoais

Legenda:

c/c P.F.: contas pessoais da pessoa física (investidor)

Os investidores no mercado de fusões e aquisições, ao fazerem uma pesquisa de investimentos, notarão que:

- 1) Podem comprar a empresa A por \$ 100
- 2) Podem comprar a empresa N por \$ 90

É mais barato para os investidores comprar a empresa N. Nesta situação, o retorno sobre o capital investido para as duas empresas pode ser medido:

Proprietário Taxa de juros da dívida	<u>Empresa A</u>		<u>Empresa N</u>	
	Atual 20%	Potencial 20%	Atual 20%	Potencial 20%
<b>Lucro Operacional</b>	20	20	20	20
(-) Juros conta da empresa	-	-	-	-
(=) Lucro Líquido	20	20	20	20
(-) Juros conta do proprietário	(10)	-	-	-
(=) Lucro para o Sócio	10	20	20	20
(/) Capital Investido pelo Sócio		100		90
<b>(=) Retorno sobre Cap. Investido</b>		<b>20%</b>		<b>22%</b>

**Quadro 15:** Retornos Esperados para Investidores em Empresas Similares com Valores Diferentes em Razão de um Desequilíbrio no Mercado

Observando o retorno sobre o capital investido da empresa sob o controle dos investidores potenciais, verifica-se que a empresa A irá dar um retorno de 20%, contra 22% da N. Neste contexto, todos os investidores se interessarão apenas pela empresa N, o que fará com que seu valor aumente e o valor da empresa A diminua.

Este movimento irá ser uma reação ao anterior, fazendo com que as duas empresas sempre tenham o mesmo valor. A constatação de que o valor da empresa sem capital de terceiros é igual ao valor da empresa com capital de terceiros é a Proposição I de Modigliani e Miller, que se baseou na oportunidade que o investidor tem de replicar uma dívida empresarial em suas contas pessoais. Isto faz com que a dívida não influa no valor da empresa.

No caso em que uma empresa endividada valesse mais, um comprador escolheria adquirir a empresa não alavancada e na seqüência faria um empréstimo na conta da empresa, pagando todo o valor do empréstimo como dividendos. Nesta situação, a empresa, agora endividada teria seu valor aumentado e a empresa



originalmente endividada teria seu valor diminuído. O equilíbrio seria mantido com as duas empresas tendo o mesmo valor, num raciocínio similar ao já apresentado no caso das empresas N e A (figuras 13 e 14).

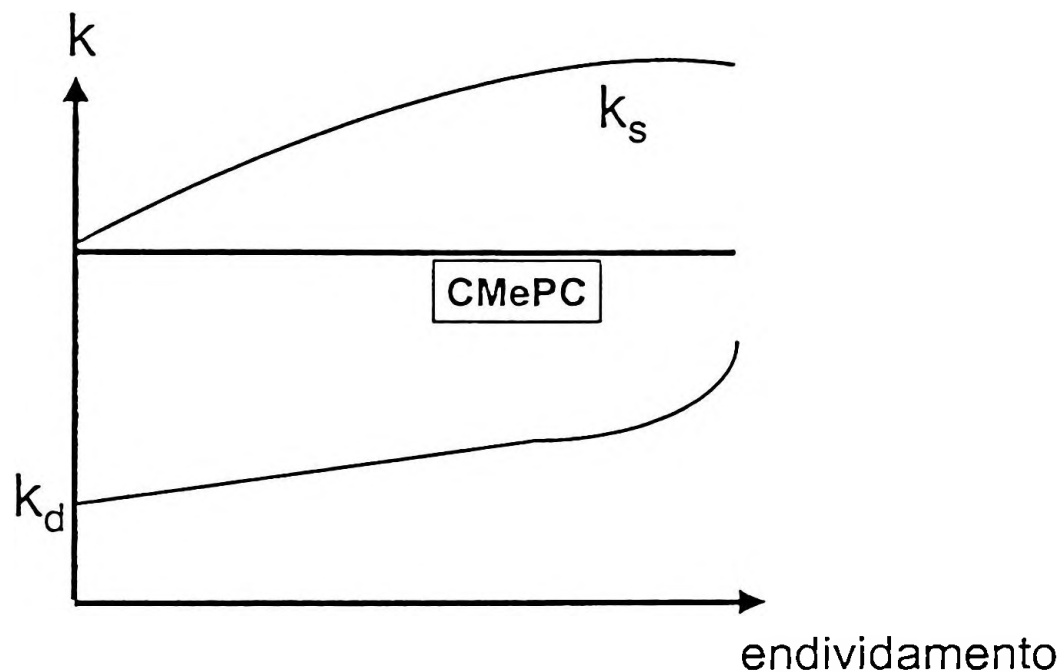
As imperfeições da Proposição I de Modigliani e Miller levam ao entendimento de alguns dos fatores que determinam a política de financiamentos a ser adotada pelo administrador financeiro, baseado em Ross, Westerfield e Jaffe (1995: 300-346):

- Não há muitas empresas similares disponíveis: a oportunidade para preferir empresas que estejam ou não endividadas nem sempre ocorrerá.
- Não há restrições de capital por parte do potencial investidor: eventuais restrições de capital impedirão que se possa adquirir empresas com alavancagem em suas próprias contas, preferindo fazê-la na pessoa jurídica, ou vice-versa.
- As taxas cobradas por empréstimos nas pessoas físicas são idênticas às da pessoa jurídica: torna indiferente o levantamento das dívidas nas contas pessoais ou da empresa.
- Não há imposto sobre o lucro: os juros pagos não são dedutíveis do imposto de renda da pessoa jurídica.
- Não há custos de transação: a chamada de capital próprio, distribuição de dividendos e levantamento de empréstimos não têm taxas de administração.
- Expectativas e informações homogêneas: os investidores potenciais e os atuais interpretam da mesma forma as informações disponíveis.
- Os lucros operacionais são independentes da forma com que a empresa está sendo financiada: os lucros operacionais são os mesmos, estejam as empresas similares endividadas ou não.

O custo do capital da empresa é formado por dois componentes: o custo do capital de terceiros e o custo do capital próprio, sendo o valor dos direitos financeiros sobre a empresa dependente deste custo médio ponderado do capital. A partir da proposição I, de que o valor da empresa e, portanto, seu custo do capital são constantes, verifica-se que, com o aumento do endividamento e o lógico aumento do custo do capital próprio, o custo do capital da empresa permanece o mesmo. Deste ponto, foi proposto que o custo do capital próprio aumenta com o endividamento e é

mais caro do que o custo do capital de terceiros, sendo esta a Proposição II de Modigliani e Miller.

No entanto, é verificável que, para níveis exagerados de endividamento, o custo do capital próprio tende a diminuir, em virtude da transferência de riscos para os credores, com conseqüente estímulo para a aceitação de projetos mais arriscados por parte da administração.



**Figura 15:** Custo do Capital em Função do Endividamento Segundo a Proposição II de Modigliani e Miller (baseado em Brealey e Myers, 2000: 482)

Legenda:

**k:** custo do capital

**$k_s$ :** custo do capital próprio

**$k_d$ :** custo do capital de terceiros

**CMePC:** custo médio ponderado de capital ou custo do capital da empresa

No entanto, a importância da gestão da dívida é reconhecida:

- Os administradores se preocupam com o endividamento da empresa
- Os índices de endividamento das empresas de um mesmo setor tendem a ser parecidos

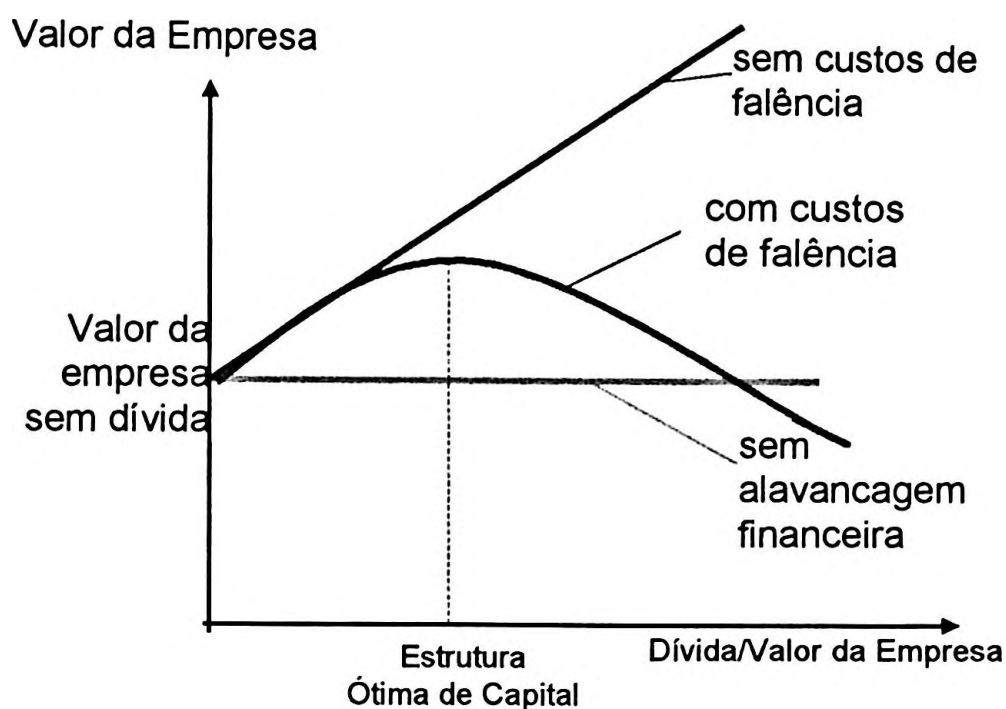
Na busca de avanços nas explicações, foram exploradas as imperfeições do modelo proposto. Com a inclusão do imposto de renda da pessoa jurídica, verificou-se que o valor da empresa está positivamente relacionado com o seu endividamento em virtude dos benefícios fiscais de dedução dos juros pagos, o que os dividendos não permitem. Com este benefício, a empresa seria impulsionada a tomar o máximo de dívidas. Tal proposição, também de Modigliani e Miller, alterou as duas anteriores.

	Com dívidas ?	
	Sim	Não
Taxa de juros da dívida	20%	20%
Alíquota de IR	40%	40%
<b>Lucro Operacional</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
(-) Juros conta da empresa	(10)	-
(=) Lucro Antes do IR	10	20
(-) Imposto de Renda	(4)	(8)
(=) Lucro Líquido	6	12
<b>Lucro Operacional</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
(-) Imposto de Renda	(4)	(8)
(=) Lucro Operacional Ajustado IR	16	12
(/) Capital Investido	100	100
<b>(=) Retorno sobre Cap. Investido</b>	<b>16%</b>	<b>12%</b>

**Quadro 16:** Retorno sobre o Capital Investido de Empresas Similares com Dívidas e Sem Dívidas na Presença de Benefícios Fiscais do Endividamento

A hipótese de uma empresa totalmente financiada por dívidas também é contestada, visto que os lucros operacionais tendem a sofrer uma queda quando a empresa está em dificuldades financeiras. Tal queda tem sua origem nos custos adicionais com perícias e com o aumento de controles internos solicitados por proprietários e credores, em desgaste nos relacionamentos com clientes e fornecedores e por atitudes oportunistas de funcionários. Estes custos de falência reduzem o fluxo de caixa da empresa e, conseqüentemente, o seu valor.

Contrapondo-se os benefícios fiscais com os custos de falências, ambos crescentes, haverá um ponto em que os ganhos fiscais serão iguais às perdas por dificuldades financeiras, sendo esta a estrutura ótima de capital.



**Figura 16:** Custo do Capital em Função do Endividamento (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995: 332)

Sendo esta a formulação básica para explicar o montante de dívida que uma empresa deve utilizar para financiamento, outros efeitos devem ser considerados em aplicações práticas:

- Imposto de Renda da Pessoa Física: incide sobre os dividendos.
- Arrecadação Pública: faz o governo manipular os impostos incidentes para atingimento das metas públicas.
- Reserva de Capacidade de Endividamento: as empresas utilizam menos endividamento do que o proposto para garantir uma oportunidade de investimento especialmente boa.
- Monitoramento de Conflitos de Agência: um maior montante de capital de terceiros impõe maiores despesas com juros, o que diminui o fluxo de caixa disponível para os administradores

Adicionalmente, a heterogeneidade de expectativas e assimetria de informações exercem o papel mais importante em determinar as divergências de avaliações entre a empresa e o mercado.

Os custos de falência de empresas com riscos operacionais mais altos ocorrem em menores índices de endividamento. O risco operacional é determinado

pela probabilidade de a empresa ser incapaz de cobrir seus custos operacionais e é dependente do setor de atuação da empresa. Como os concorrentes em um mesmo setor estão expostos ao mesmo risco operacional, todos eles deveriam ter o mesmo endividamento: isto não ocorre em virtude de que suas configurações são diferentes, ocasionando exposições aos riscos também diferentes.

Entre as diferenças de configurações, tem-se, como um exemplo, a escolha tecnológica da empresa:

- Tecnologia Genérica: tem utilização abrangente, gera fluxos de caixa operacionais menores e pode ser vendida por um valor com menor dependência das condições de mercado do que o de uma tecnologia específica.
- Tecnologia Específica: tem utilização restrita, gera fluxos de caixa operacionais maiores e pode ser vendida por um valor com maior dependência das condições de mercado.

O exemplo a ser desenvolvido com o determinante tecnologia adotada permite verificar como os outros determinantes influenciam na estrutura de capital. O foco da análise é o mesmo: o valor da empresa.

Empresas que atuam em um mesmo setor, com custo do capital de 20% a.a. e estrutura ótima de capital de 40% optaram por tecnologias diferentes, o índice de endividamento das duas empresas variará segundo dois cenários, sendo que o cenário base é o que está ocorrendo no momento da análise:

- Alta: aumento de 20% sobre os fluxos de caixa operacionais;
- Baixa: queda de 20% sobre os fluxos de caixa operacionais.

Fluxos de Caixa Operacionais	Escolha Tecnológica					
	GENÉRICA			ESPECÍFICA		
	Base	Alta	Baixa	Base	Alta	Baixa
Ano 1	100	120	80	120	144	96
Ano 2	100	120	80	120	120	96
Ano 3	100	120	80	120	120	96
Ano 4	100	120	80	120	120	96
Ano 5	100	120	80	120	120	96
Valor Residual	500	500	500	600	720	480
Valor da Empresa	500	560	440	600	720	480
Dívida	200	200	200	240	240	240
Índice de Endividamento	40%	36%	45%	40%	33%	50%

Quadro 17: Índice de Endividamento em Função da Escolha Tecnológica

Tendo as duas empresas o mesmo índice de endividamento, qualquer variação na demanda ocasiona que elas passem a ter índices diferentes. No caso de uma queda na demanda, a empresa Genérica passa a ter menor comprometimento de seu valor com credores, sendo mais atrativa para estes. O custo do capital da empresa Específica aumenta. O contrário ocorre quando houver uma alta na demanda.

A administração das empresas, ao implementarem suas políticas financeiras, podem:

- 1) Mudar a tecnologia: decisão mais difícil pela natural inflexibilidade;
- 2) Mudar a estrutura de capital: decisão mais provável.

Estas ações visam a reduzir o custo do capital das empresas e ocasionam estruturas de capital diferentes para empresas de um mesmo setor. Neste sentido, o relacionamento com os *stakeholders*, bancos e outros que determinam a estrutura de capital da empresa, têm o poder de antecipar ou retardar a ocorrência de custos de falência.

A análise feita para o determinante tecnologia de produção/operação é baseada nos efeitos sobre o valor da empresa e sobre o índice de endividamento em que ocorrem maiores custos de falência, o que afeta o custo do capital da corporação.

Outros determinantes podem ser mencionados, sem esgotá-los:

- Ameaça de aquisições: pelas reações dos *stakeholders* a esta desestruturação no controle da empresa.
- Política de Incentivos aos Funcionários: pelas reações dos funcionários aos critérios de remuneração variável adotados.
- Estrutura de Controle da Empresa: o comportamento dos proprietários e a divisão do poder impactam sobre o desempenho organizacional.

A extensão da assimetria informacional e de expectativas entre o mercado e a administração da empresa é um determinante poderoso, já que os atos da administração sinalizam o que pode estar ocorrendo na empresa no tocante à qualidade dos projetos de investimentos.

As práticas internacionais diferem entre os países, principalmente em relação a estruturas tributárias, desenvolvimentos históricos, sistemas de governança corporativa e custo do capital, fazendo com que isto seja mais um determinante a ser lembrado.

### 4.3 – Política de Dividendos

Qualquer pagamento direto pela empresa a seus proprietários pode ser considerado como parte da política de dividendos. Esta definição reflete a distribuição de alguns ativos da empresa para seus acionistas, o que a impede de utilizá-los internamente. Estes ativos distribuídos são os dividendos.

É usual, nas obras sobre finanças, a decisão de dividendos subordinada à decisão de investir e à de financiamento. No entanto, a decisão de pagar dividendos tem um foco mais amplo do que apenas fechar as contas da empresa: a decisão de pagar dividendos envolve uma política de relacionamentos com os proprietários, que têm aspirações e desejos nem sempre consistentes com os da empresa, sendo muitas delas empresas familiares e sem acesso ao mercado financeiro ou situadas em um ambiente sem mercados de capitais desenvolvidos. Nestes ambientes, o administrador tem duas opções:

- a) pagar altos dividendos às custas de um baixo crescimento do lucro por ação;
- b) restringir sua política de dividendos em favor de maiores lucros por ação no futuro.

Esta decisão é da alçada do executivo de finanças, que está sendo monitorado pelos acionistas, os quais têm seus interesses próprios. O pagamento de dividendos influi no montante de capital próprio e sua distribuição será facilitada com menores barreiras para a chamada de novo capital. A decisão de distribuir lucros se torna importante em razão da avaliação externa da estrutura de capital, em que os credores impõem um limite de endividamento sob pena de o valor da empresa se deteriorar. A eficácia de um mercado de capitais entra como variável fundamental para facilitar a distribuição independentemente do que vier a acontecer no futuro da empresa, em termos de riscos operacionais ou de oportunidades de investimentos: a empresa pode distribuir dividendos à vontade porque, se for preciso, ela pode fazer chamadas de capital.

O *trade-off* entre dividendos e crescimento do lucro por ação, que leva a ganhos de capital, é viabilizado, em ambientes com mercados de capitais mais desenvolvidos, pela simples diluição da participação acionária dos proprietários.

As atitudes dos acionistas são de difícil previsibilidade e podem se reduzir a duas:

- manter sua posição: continuar com sua proporção no capital acionário;
- reduzir sua posição: diminuir sua posição no capital acionário.

Num ambiente com facilidades de captação de recursos por emissão de novas ações, a política de dividendos tem sua importância diminuída, pois qualquer uma das posturas dos acionistas não influi na capacidade de investimentos da empresa:

Postura do Acionista	Política da Empresa	
	Baixos dividendos e sem emissão de ações	Altos dividendos e emissão de ações
Manter sua posição	Nada a fazer	Compra novas ações
Reduzir sua posição	Vende ações	Não compra novas ações

**Quadro 18:** Respostas dos Acionistas às Políticas de Dividendos (baseado em Sihler, 1971: 129)

Tendo a política de dividendos a capacidade de influenciar no custo do capital da empresa, seu equilíbrio é fundamental para maximizar o preço das ações e o valor da própria empresa. Esta é a política ótima de dividendos, que gerencia os dividendos correntes e o crescimento futuro da empresa. Sua gestão é feita pela contraposição das necessidades de financiamentos internos, lucros retidos que não são distribuídos como dividendos, com as exigências dos proprietários.

#### 4.3.1 – Argumentações sobre a Irrelevância da Política de Dividendos

Pelo importante trabalho na área de finanças sobre o assunto, de autoria de Modigliani & Miller que foi 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.

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, Westerfield e Jaffe (1995: 378) afirmaram 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 possam ser determinados com certeza absoluta no valor de \$ 10.000, existem duas alternativas para a administração, apresentadas na tabela 2.

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 0 o montante acrescido do retorno exigido, por meio de recursos gerados pela empresa.

#### Quadro 19: Alternativas para Administração do Fluxo de Caixa

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 quadro 20.

Alternativa	Cálculo do Valor da Empresa
Dividendo igual ao fluxo de caixa	$10.000 + 10.000 / (1,1) = 19.090,91$
Dividendo inicial maior que o fluxo de caixa	$11.000 + 8.900 / (1,1) = 19.090,91$

*Custo de Capital Próprio = 10% a.p.*

**Quadro 20:** Valor Presente dos Fluxos de Caixa sob duas Políticas de Dividendos

A argumentação pode ser estendida à criação de dividendos mediante a venda de ações pelos acionistas e a recompra de ações quando o pagamento de dividendos for em excesso em relação ao que o acionista desejava. As conclusões foram bem sintetizadas por Brigham e Houston (1999: 495):

*“Esses autores afirmaram que o valor de uma empresa é determinado somente por sua capacidade básica de geração de lucros e por seu risco do negócio; em outras palavras, Modigliani & Miller argumentaram que o valor de uma empresa depende somente dos lucros produzidos por seus ativos e não de como esses lucros são alocados entre dividendos e lucros retidos (e, portanto, crescimento)”.*

Embora a argumentação de Modigliani & Miller seja convincente, ela é estritamente teórica, já que as condições necessárias para este fenômeno ocorrem raramente (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995: 378),

- ↳ mercados perfeitos: inexistência de impostos, corretagens ou quaisquer outros custos de transação na compra e venda de ações;
- ↳ investidores com expectativas homogêneas: todos têm as mesmas expectativas em relação aos investimentos, lucros e dividendos futuros no tocante a preferências (efeito clientela) e informações disponíveis (efeito informação);
- ↳ eficiência de mercado: a política de investimentos da empresa é fixada com antecedência e não é alterada por mudanças na política de dividendos;

A fixação antecipada do plano de investimentos da empresa é coerente com uma política de distribuição de resultados após a avaliação das necessidades da empresa. Esta prática necessita de uma maior independência dos executivos em

relação aos proprietários ou de instrumentos de convencimento dos proprietários sobre a viabilidade da troca de dividendos hoje por ganhos de capital no futuro. Quanto mais o mercado de capitais for desenvolvido, mais a política de dividendos com prioridade para as necessidades da empresa poderá ser implementada. Esta é a chamada teoria residual dos dividendos.

Para que esta abordagem possa ser aplicada, é condição fundamental que a taxa de retorno que a empresa consiga obter sobre os lucros reinvestidos exceda a taxa que os investidores, em média, conseguem com outros investimentos de risco comparável. Caso este pressuposto não ocorra, a mera utilização da teoria residual levaria a uma importância maior das políticas de investimentos e de financiamentos, o que não é verdade: o acionista é um *stakeholder* com alta legitimidade formal entre todos na fruição dos benefícios da empresa e pode impor ações para a administração da empresa.

*“Uma escola de pensamento – a da teoria residual de dividendos – sugere que os dividendos pagos pela empresa sejam encarados como um resíduo, ou seja, o montante que tenha sobrado após terem sido empreendidas todas as oportunidades aceitáveis de investimentos” (Gitman, 1997: 514)*

A implementação de uma política residual de dividendos passa pelas etapas:

- 1ª etapa: determinação do nível ótimo de investimentos;
- 2ª etapa: determinação do capital de terceiros e do capital próprio adicional para fazer o projeto de investimentos da 1ª etapa;
- 3ª etapa: utilizar primeiramente os lucros retidos para preencher as necessidades de capital próprio e, sendo insuficiente tal fonte, fazer nova emissão de ações. Esta etapa supõe que o custo dos lucros retidos é menor do que o custo de emissão de novas ações. Havendo sobras de lucros retidos, tais sobras serão os dividendos distribuídos.

A teoria residual dos dividendos faz um paralelo entre o ciclo de vida da empresa e o ciclo de vida dos dividendos: as empresas não devem pagar dividendos durante a rápida etapa de expansão, aumentam os dividendos durante a etapa de maturidade e pagar os maiores dividendos durante a etapa de declínio.

#### 4.3.2 – Argumentações sobre a Relevância da Política de Dividendos

Quando se analisa o ponto de vista dos proprietários, as condições necessárias para que a política de dividendos seja irrelevante não ocorrem. A atitude da administração pode ser prevista pelo mercado financeiro através das declarações dos dividendos (Brigham e Houston, 1999: 500):

- um aumento maior do que o esperado nos dividendos pode indicar que a administração prevê lucros maiores;
- uma redução nos dividendos pode sinalizar uma previsão de lucros baixos

Esta previsão do futuro da empresa visa a diminuir a assimetria de informações que existe entre o mercado financeiro e os administradores profissionais, sendo um fato mais marcante em mercados de capitais com controle acionário diluído. O **conteúdo informacional dos dividendos** pode ser definido:

*“A sinalização fornecida pelos dividendos de uma empresa com respeito aos lucros futuros que motiva os investidores a elevar ou reduzir o preço das ações” (Gitman, 1997: 516).*

Os preços das ações refletem a satisfação dos proprietários em relação aos benefícios que esperavam receber da empresa.

Para ter um parâmetro das possíveis ações dos administradores, as práticas da indústria podem ser um bom balizador, pois certos padrões são aceitos em várias delas. Uma empresa que se desvie da tendência central pode receber pouco crédito e alertas do mercado financeiro sobre suas estratégias.

A diferença da tributação sobre os dividendos e sobre os ganhos de capital levam à **teoria da preferência fiscal**, em que a política de dividendos será resolvida para minimizar os impostos pagos pelos proprietários, como pessoas físicas ou jurídicas. Esta é uma questão legal, que distingue o capital do lucro e impõe estratégias da administração para beneficiar seus acionistas, dentre as quais a recompra de ações e uma educação financeira para fazer frente ao pouco entendimento sobre os instrumentos financeiros por parte dos investidores individuais ou familiares, que, normalmente, os fazem preferir manter a participação acionária inalterada em razão da tradição que ela representa, entre outras heurísticas do indivíduo.

A crença de que os investidores possam estar menos certos de receber os ganhos de capital decorrentes da retenção de lucros levou ao **argumento do “pássaro na mão”**, em que o valor de uma empresa será maximizado pela fixação de um alto índice de distribuição de dividendos. Estes três argumentos reforçam a dependência do valor da empresa à política de dividendos.

Num ambiente com controle acionário pulverizado, o padrão da distribuição de dividendos de uma empresa pode atrair um grupo de investidores que gostem daquela política padrão de dividendos. Extremamente importante é deixar clara esta política, pois há custos de transação associados a eventuais trocas de posições pelos acionistas, o que aumenta o custo do capital da empresa:

- a) custos de corretagem;
- b) possível escassez de investidores que gostem da política de dividendos declarada pela empresa.

Estes fatores levam à política que tenha como meta reduzir o custo do capital através do efeito clientela: *“tendência de uma empresa a atrair o tipo de investidor que aprecia sua política de dividendos”* (Brigham e Houston, 1999: 501). Uma mudança significativa na política de dividendos acarretaria uma reestruturação dos acionistas e o conseqüente desordenamento do mercado, levando a preços declinantes das ações.

Baker, Powell e Veit (2002: 275) verificaram que 92% dos executivos concordam que os dividendos seguem uma evolução menos volátil do que os lucros e que 76,5% deles concordam que os dividendos evoluem mais lentamente do que os mesmos, numa clara importância ao efeito clientela. A concordância de que os dividendos geralmente mudam durante o ciclo de vida da empresa foi muito menor, de apenas 57,8%, o que coloca a política residual em segundo plano.

Com todos os fatores que põem sob dúvida a real influência dos dividendos sobre o valor da empresa, os resultados desta pesquisa indicam que a política mais adequada é uma política residual de longo prazo: o planejamento financeiro da empresa mantém a postura de buscar a sustentabilidade da empresa, sem a dependência de aportes de capital. Para isto, deve-se atentar, no curto prazo, para as demandas dos acionistas, que necessitem ser atendidas. A empresa deve usar a política residual para ajudar a estabelecer seus índices de distribuição alvo de longo

prazo, mas não como um guia para a distribuição em um ano qualquer, afinal de contas o acionista que exige políticas com foco no curto prazo irá vender as ações da empresa, se não a tornar insustentável antes disto.

Enfoque/Decisão	Abordagem Financeira Tradicional	Abordagem Financeira Considerando os <i>Stakeholders</i>
Política de Investimentos	O valor dos ativos é mensurado pelas tradicionais técnicas de avaliação de investimentos.	O valor dos ativos é derivado do reconhecimento, por parte dos <i>stakeholders</i> , dos benefícios a serem gerados pelas empresas, numa clara importância da imagem empresarial.
Política de Financiamentos	O custo do capital é padronizado observando-se as práticas de mercado.	A imagem empresarial, de endividamento se faz refletir no grau de exposição do risco e no nível de retorno exigido pelos investidores e nas expectativas dos <i>stakeholders</i> .
Política de Dividendos	Foco no atendimento das expectativas dos proprietários.	Prioridade no equilíbrio dos interesses de todos os <i>stakeholders</i> procurando garantir a sustentabilidade da empresa.

**Quadro 21:** Comparação entre a Abordagem Financeira Tradicional e a Abordagem Financeira Considerando os *Stakeholders*

**Capítulo IV:**  
**A PESQUISA**

## 1 – Objetivo

Para atingir o objetivo de mapear a importância dos *stakeholders* para um grupo de profissionais e determinar se há um único *stakeholder* com supremacia no atendimento das demandas por recursos, a pesquisa teve como objetivo principal identificar quais os grupos de *stakeholders* que são os mais importantes para a criação de valor para a empresa. A classificação da importância dos *stakeholders* leva à especial atenção para determinados relacionamentos entre a empresa e alguns grupos de agentes a fim de atingir os objetivos de uma organização que tenha restrições de capital.

## 2 – Premissas

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

- ↳ **Premissa 1.** Os executivos financeiros, por estarem em áreas que agregam todas as funções da empresa num consolidado plano quantitativo, têm a possibilidade de identificar as situações que agregam valor para a organização com uma postura não tendenciosa.
- ↳ **Premissa 2.** Para cada fator que agrega valor para a empresa, é possível estabelecer um relacionamento que o incremente com algum dos *stakeholders* arrolados nesta pesquisa. Esta relação será feita com um único *stakeholder*, o qual é preponderante sobre eventuais outros que possam existir.
- ↳ **Premissa 3.** Os três atributos, poder, legitimidade e urgência; são consistentes em explicar a importância do *stakeholder* para a empresa, o que pode ser visualizado pela teoria de finanças com o foco sob a importância para influenciar no valor da empresa.

## 3 – Delimitação da Pesquisa

As preferências dos executivos financeiros, com relação às características de uma empresa representada pelos direcionadores de valor, foram investigadas neste estudo. O universo da pesquisa foi constituído por executivos de finanças dos setores econômicos da indústria, comércio, serviços financeiros e públicos, todos



com escritório na cidade de São Paulo. A amostra foi constituída com o quadro de associados do IBEF, Instituto Brasileiro de Executivos Financeiros, seção de São Paulo.

Os membros do IBEF são executivos de média e alta gerência e ocupantes de postos que exigem tomada de decisão no âmbito das finanças da empresa. Tomando-se o universo de 1.390 pessoas, foram expedidos 880 questionários.

A pesquisa qualitativa, a qual antecedeu a elaboração dos questionários, contou com a mesma amostra. Nesta pesquisa foram feitas entrevistas em profundidade com uma amostra intencional de 9 executivos, sendo 3 do setor industrial e 2 de cada um dos setores: comercial, financeiro e de serviços públicos.

A pesquisa foi focalizada nos parâmetros que direcionam a variação do valor das empresas: os direcionadores de valor. Tal enfoque está corroborado na literatura sobre avaliação de empresas, que identificou como fator-chave para o gerenciamento do valor a compreensão de quais seriam estes direcionadores: *“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).

A pesquisa conta com uma delimitação geográfica clara de retratar o pensamento dos executivos afiliados ao IBEF, apenas aqueles que responderam a pesquisa, para suas empresas. Outras instituições ou outros grupos de respondentes podem ter um tratamento para com os *stakeholders* das empresas que não é o mesmo destes respondentes.

#### 4 – Qualificação

A pesquisa implementada refere-se a atitudes: *“atitude é uma predisposição sub-liminar 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.

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 na área de gestão financeira corporativa, utilizando como instrumento de pesquisa questionários autopreenchíveis.

Outras alternativas potenciais foram descartadas por diferentes motivos:

- ↳ **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 e incompletos.

### 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 da pesquisa, tendo-se como exemplo os relatórios contábeis e financeiros publicados.

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 de questionários auto-preenchidos em razão da inviabilidade da observação participativa.

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. Na pesquisa qualitativa, foi utilizada a técnica de entrevista em profundidade, em que não foi mencionado o propósito da pesquisa e as perguntas direcionaram o respondente para temas relacionados com o sucesso empresarial.

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

A população é formada por executivos que ocupam postos que exigem tomada de decisão no âmbito das finanças da empresa e são associados da seção São Paulo do Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças. É importante ser ressaltado que existem tomadores de decisão, nas empresas, que estão fora desta população. Tais executivos atuam nos seguintes cargos:

- ↳ **Na área de tesouraria:** Gerentes de Finanças ou de Tesouraria e Diretores de finanças.
- ↳ **Na área de controladoria:** Gerentes e Diretores de Controladoria.
- ↳ **Proprietários e Executivos de Alto-Escalão:** Sócios-Diretores, Diretores em geral e Vice-Presidentes de Finanças.

## 6.2 – Tamanho da Amostra

Foram contactados 880 respondentes e foi obtida resposta de 106 deles. Os respondentes compõem o quadro de associados da seção de São Paulo do Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças (IBEF).

Segmento Pesquisado	Quantidade de Questionários		
	Enviados	Expectativa de receber	Recebidos e Aceitos
Indústria	220	30	29
Comércio	220	30	30
Financeiro	220	30	24
Serviços Gerais	220	30	23
Total	880	120	106

Quadro 22: Segmentos pesquisados

## 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 em que os associados do IBEF prestam seus serviços. Sendo assim, uma amostragem não-probabilística e intencional foi utilizada.

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).

## 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, entre os dias 12 e 20 de novembro de 2000.

## 8 – Construção do Instrumento de Coleta de Dados

A pesquisa foi estruturada com dois tipos de questionário, sob a forma de rodízio, com sessenta e sete (67) fatores propostos em uma escala de concordância de 1 (discordo totalmente) a 6 (concordo totalmente), solicitando-se ao pesquisado opinar sobre todos esses fatores. Foram aproveitados cinquenta e cinco dos fatores na análise dos dados.

### 8.1 – 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 os direcionadores de valor são caracterizados 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 quantitativa dos dados para variáveis intervalares possa ser utilizada.

## 9 – Stakeholders Pesquisados

Todas as pessoas jurídicas e físicas que influenciam a empresa e são influenciadas por ela são seus *stakeholders*. Medidas financeiras que retratem separadamente o relacionamento com estes agentes devem passar por uma redefinição da empresa em que a criação de valor começa com o pressuposto de equilíbrio na relação com os diversos agentes que fazem contratos para que a organização atinja seus objetivos.

Foi feita, paralelamente à análise dos dados, uma busca de relações extraídas através da fundamentação teórica. Com estas relações, foi possível segmentar ainda mais os grupos de *stakeholders* que puderam ser arrolados.

### 9.1 – Fornecedores

As organizações que provêem as empresas com produtos ou serviços de que elas necessitam para desenvolver, fazer, vender, entregar ou manter os seus produtos, desde que não sejam proprietários ou empregados, são definidos como fornecedores por Kaplan e outros (1997: 507). A importância do relacionamento com

os fornecedores reside na habilidade e conhecimento que os mesmos têm para desenvolver melhores componentes que preencham as necessidades da organização e seus esforços são diretamente proporcionais às exigências dos contratos celebrados com as empresas para as quais prestam serviços. A remuneração é um ponto de tensão que reflete o fato de que a cadeia de valor cria um lucro fixo para ser dividido entre os seus participantes.

## 9.2 – Mídia

A reputação é claramente um atributo da empresa que é gerado pelos seus *stakeholders*, que a avaliam em termos de seu afeto, grande respeito ou conhecimento. Tal reputação é produzida pelas interações entre a empresa e seus *stakeholders* e pela informação sobre a empresa e suas ações que circulam entre os *stakeholders*, incluindo as veiculadas pelos intermediários, que são especializados em comunicação empresarial, segundo Deephouse (2000: 1093).

A mídia, além de servir como veículo para a propaganda e para espelhar a realidade dentro das ações empresariais, também modela informações através de seus editoriais e artigos. Com isto, armazena conhecimento e informações sobre as empresas e também influencia o conhecimento público e as opiniões sobre as firmas com o detalhe de que há pressões de múltiplos níveis para a mídia veicular eventos e opiniões especialmente direcionadas para o público. Neste sentido, é um fórum de debate entre a empresa e seus *stakeholders* e um razoável indicador da opinião pública sobre a firma, o que sinaliza informações para os atuais e futuros proprietários, empregados, fornecedores, investidores e clientes, causando fortes influências na criação do valor da empresa.

O relacionamento com a mídia se torna fundamental com o reconhecido fato de que o foco da atenção da comunidade é dirigido por ela. São exemplos de mídia: empresas especializadas em relações públicas e publicidade e propaganda, revistas e jornais e os profissionais de imprensa.

## 9.3 – Proprietários

São os que possibilitam à organização ter acesso à sua principal fonte de recursos, o capital próprio, que deve ser remunerado de acordo com sua exposição ao risco. Seus critérios de decisão são relacionados às taxas de retorno após o pagamento de todos os *stakeholders* e por isso são os detentores do direito residual

e têm a legitimidade institucional de administrar o negócio e especificar os objetivos a serem atingidos.

#### 9.4 – Executivos

O executivo é o *stakeholder* responsável pelo diagnóstico da importância de todos os outros *stakeholders* e pelo planejamento de estratégias e táticas consistentes com tal diagnóstico, visando a obter os maiores retornos possíveis para os proprietários. Nesta função, os executivos monitoram diretamente os *stakeholders* de ligação (Malvey, Fottler e Slovensky, 2002: 67), que são os que gerenciam as relações com os *stakeholders* externos à organização e controlam a transmissão de informações e recursos do meio ambiente para dentro da organização. Os padrões impostos por estes executivos fazem parte das conexões estabelecidas com os *stakeholders*-chave e impactam diretamente no resultado financeiro.

#### 9.5 – Funcionários

Enquanto os executivos planejam, os funcionários implementam e executam as decisões para atingir os objetivos dos proprietários. Estes *stakeholders* provêm a organização com conhecimentos, habilidades e esforços e esperam, em troca, salários competitivos, boas condições de trabalho e oportunidades para aprender e crescer. Frequentemente são responsáveis pelo relacionamento com os *stakeholders* externos à empresa, sendo, neste caso, *stakeholders* de ligação e responsáveis pelo fluxo de informações e recursos do meio ambiente para dentro da organização.

#### 9.6 – Clientes

Estes *stakeholders* definem o que a organização deve fazer para atingir seus objetivos. Esta definição é feita em termos de atributos relacionados ao custo, à qualidade e aos serviços que o produto fabricado pela organização tem, o que cria uma expectativa dos clientes que é construída pelas suas experiências com a organização e com o produto.

## 9.7 – Concorrentes

Concorrentes são *stakeholders* que, ao fazerem escolhas estratégicas, afetam o desempenho da empresa. Estes efeitos se dão, porque os concorrentes têm produtos substitutos para os da empresa em termos de:

- características de desempenho iguais ou similares;
- são usados nas mesmas ou em similares ocasiões;
- são vendidos no mesmo mercado geográfico.

Note-se que estes efeitos podem se dar diretamente, a ação do concorrente impacta diretamente na firma, ou indiretamente, a ação do concorrente impacta a firma apenas através da ação de uma terceira firma.

## 9.8 – Governo

Este *stakeholder* atua como criador e como árbitro, interpretando e reforçando as regras nas relações de cooperação e de competição dos negócios, notadamente entre clientes, fornecedores e concorrentes, e nas relações entre as empresas e organizações que defendam o interesse público, preponderantemente sindicatos, associações de consumidores e organizações não governamentais, entre outras. A influência do governo se faz através de políticas públicas que podem afetar apenas uma empresa, todas as empresas numa indústria ou área geográfica ou toda a comunidade. As mais freqüentes políticas são leis fiscais e trabalhistas, regras de patentes e incentivos fiscais.

## 9.9 – Bancos

As organizações que provêm as empresas com fundos que elas necessitam para desenvolver, fazer, vender, entregar ou manter os seus produtos, são definidos como credores por Kaplan e outros (1997: 507). Ao contrário dos fornecedores de produtos e de serviços, a remuneração reflete o custo de oportunidade que os bancos têm ao não emprestarem para outras firmas, que não necessariamente sejam da mesma cadeia de valor da empresa que toma os empréstimos. Desta forma, o lucro fixo da cadeia de valor não é dividido entre os bancos e a empresa, estando esta exposta a taxas de mercado, o que faz com que o *stakeholder* banco



avaliar o risco do negócio e não conceda facilidades por um problema sistêmico na cadeia de valor.

### 9.10 – Comunidade

A comunidade é o *stakeholder* que define o ambiente legal e moral em que a organização opera, sendo suas demandas mais passivas e indiretas do que as dos outros *stakeholders*.

Para poder definir o ambiente das atividades das empresas, a comunidade se faz valer da permissão que ela pode dar para que a firma transacione com os atuais *stakeholders* e, dada esta concessão, a comunidade espera que a organização aja eticamente, obedecendo às leis e exercendo ações sociais.

### 9.11 – Sindicatos

Mesmo sem ter sido citado na fase da pesquisa qualitativa, é notável a emergência da importância deste *stakeholder* no Brasil a partir de outubro de 2002.

Os sindicatos atuam como negociadores para os funcionários através de uma postura cética sobre as posições das empresas, exercendo um poder de barganha que um funcionário, isoladamente, não tem.

Quatro são as possíveis respostas dos sindicatos: subordinação, cooperação, oposição e resistência (Murillo, 2002: 184). Estas posturas influenciam nas dinâmicas políticas entre sindicatos e governos.

Em virtude de o levantamento dos fatores que agregam valor às empresas ter ocorrido no final de 2000, a relação entre sindicatos e governo pós-eleições de 2002 não foi captada nas respostas, o que pode explicar a ausência de fatores que agreguem valor às empresas com o relacionamento com este importante *stakeholder* que tem tido uma postura mais ativa nas organizações após as eleições presidenciais realizadas em outubro de 2002.

## 10 – Questões Aplicadas aos Respondentes

Baseando-se nas políticas sob alçada do administrador financeiro, as quais impactam nos direcionadores de valor e devem ser orientadas pelo relacionamento com os *stakeholders*, foram elaboradas fundamentações sobre quais *stakeholders*

estão diretamente ligados aos mais importantes fatores que agreguem valor às empresas.

A separação do efeito dos relacionamentos pelas políticas é pela preponderância que cada fator tem em definir a política financeira básica, embora as três políticas, de investimentos, de financiamentos e de dividendos ocorram simultaneamente. Todas as sessenta e sete afirmações foram associadas.

Esta separação visa utilizar os conceitos discutidos no item 4 do capítulo III para fundamentar a preponderância de um *stakeholder* sobre o fator que agrega valor.

1	É benéfico que a empresa se proteja com mecanismos financeiros como derivativos e mercado futuro
2	É essencial que a empresa tenha estabilidade da sua receita total?
3	A perspectiva de crescimento da empresa e do setor é fator relevante na atribuição do seu valor
4	A cultura da empresa em pagar suas obrigações em dia é valorizada pelo mercado
5	Determinadas políticas públicas podem dificultar o crescimento da empresa
6	Um aspecto bastante valorizado é quando a empresa possui cultura de planejamento e controle financeiro
7	É de suma importância que a empresa tenha uma política ambiental bem definida
8	Empresa com baixo <i>turnover</i> é mais atraente para investidores
9	A diversidade sócio-cultural da mão de obra proporciona imagem mais positiva para uma organização empresarial
10	Organizações que oferecem benefícios acima da média do mercado para seus funcionários são melhores opções de investimentos
11	Empresas que ainda têm preconceitos raciais e/ou sexuais com relação a ocupação de postos de comando são vistas com maus olhos por investidores
12	Empresas que adotam política clara de capacitação de Recursos Humanos são mais atraentes para os investidores
13	Regras transparentes e critérios eminentemente profissionais são fundamentais na contratação de executivos para postos-chave
14	A prática de divulgação de relatórios e demonstrações financeiras que atendam as expectativas do mercado é um fator relevante para a empresa.
15	É importante que a Empresa se utilize de contatos/amigos no governo para agilizar a solução de problemas na esfera pública
16	A informalidade brasileira flexibiliza a gestão nas empresas tornando-a mais produtiva
17	Empresas que usam o jeitinho brasileiro têm péssima imagem
18	O empresário brasileiro que acha que o mundo é dos espertos prejudica a imagem de sua organização
19	A cultura empresarial brasileira torna a empresa produtiva e interessante
20	É preferível investir em uma empresa que tenha um ambiente cooperativo do que competitivo

21	É interessante investir em uma empresa que demonstre responsabilidade social
22	A empresa socialmente responsável é fruto de valores, crenças, estratégias e visões do futuro, projetando imagem positiva para investidores
23	É importante que a empresa tenha elevado capital intelectual
24	Empresas cidadãs são pólos de atração de talentos e boas opções de investimentos
25	Os donos do capital nunca estiveram tão preocupados, como agora, em investir em empresas éticas
26	Organizações com dirigentes com baixa propensão a assumir riscos são investimentos mais seguros
27	Empresas que tomam decisões mais arriscadas têm mais chances de ter sucesso
28	Nas organizações familiares as decisões são lentas e de caráter político
29	As organizações familiares não são bem vistas no mercado
30	No processo de avaliação de uma empresa os aspectos subjetivos são muito importantes
31	A formação religiosa do empresário pode afetar positivamente as decisões empresariais
32	Empresa que tenham orientação religiosa é mais interessante do que outra que seja neutra nesta questão
33	A aparência física das instalações valoriza a empresa aos olhos do investidor
34	Embalagem atrativa valoriza a imagem do produto e da empresa
35	A comunicação visual da empresa valoriza sua imagem
36	É importante que a empresa invista regularmente em sistemas de tecnologia da informação
37	É fundamental que a empresa utilize computadores com boa performance
38	É fundamental a capacidade de inovação da empresa através de investimentos em melhorias de processos produtivos
39	É fundamental a capacidade de inovação da empresa através do investimento em pesquisa e desenvolvimento de produtos
40	É importante que a empresa tenha parcerias tecnológicas
41	Boa empresa é aquela que satisfaz e fideliza seus clientes
42	É importante que os fornecedores tenham grande poder de negociação
44	Bom relacionamento operacional e comercial com o fornecedor agrega valor ao produto da empresa
45	Empresa atrativa é a que construiu marca forte
46	É essencial que a empresa tenha política de promoções e preços
48	Boa empresa é a que oferece diferencial aos seus produtos através da oferta de serviços agregados (ex. assistência técnica)
49	A empresa deve ter processo de distribuição que atenda as expectativas dos clientes
50	É importante que a empresa tenha política de patentes

51	É fundamental que a empresa tenha carteira de clientes diversificada
52	A localização da empresa é de grande relevância
53	Empresa de sucesso é aquela que detém tecnologia exclusiva
54	A empresa é um bom negócio quando seu setor encontra-se em franco crescimento
55	Empresa tem mais valor quando oferece um produto diferenciado ao mercado
56	É importante a empresa conhecer profundamente o mercado onde atua
57	É importante que a empresa tenha capacidade de fazer grandes investimentos de capital
58	A estabilidade do preço contribui para o sucesso da empresa
59	Empresas com alta liquidez das ações são mais atraentes para investidores
60	Alta liquidez das ações representa maior facilidade de conseguir sócios
61	Empresa com controle acionário concentrado não é tão boa quanto que tem um controle acionário pulverizado
62	É importante ter acionistas de peso com participação relevante porque facilita maior acesso ao crédito
63	Empresas que têm executivos competentes e reconhecidos tem maior facilidade de acesso ao crédito
64	É importante que a empresa pague dividendos acima da média de seus concorrentes
65	Boa empresa é aquela que pode até comprometer e/ou reduzir o pagamento dos dividendos, mas não deixa de investir
66	Boa empresa é aquela que tem política de pagamento de dividendos estáveis e regulares
67	Empresa que atinge os resultados (lucro) esperados pelos acionistas tem maior valor

**Tabela 1:** Afirmações do questionário segregados por políticas financeiras

**Legenda:**

Política de Investimentos
Política de Financiamentos
Política de Dividendos



## 11.1 – Relativos às Políticas de Investimentos

### A) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM CLIENTES

I - Capacidade de Alterar o Mix de Produtos: possibilitarão a flexibilização que dá a opção de mudar mix de insumos e de produtos.

Muitas empresas oferecem mais do que um produto, freqüentemente oferecendo muitas linhas deles. Tais itens podem ser:

- complementares: a venda de um impulsiona a venda de outro
- concorrentes: se um particular consumidor compra este item provavelmente deixará de comprar um outro

Em adição a esta classificação simples e de complexa identificação, analisando-se a sensibilidade do consumidor às variações nos atributos dos produtos, os itens em uma linha de produção assumem diferentes lucratividades, desempenham diferentes papéis estratégicos e usam diferentes capacidades.

*“As implicações financeiras, estratégicas e operacionais fazem com que seja imprescindível que a empresa gerencie seu mix de produtos cuidadosa e consistentemente”. (Shapiro, 1997: 1)*

A responsabilidade pelo mix de produtos e serviços é dividida entre vários profissionais dentro da organização:

- da produção: cronograma e utilização da capacidade de produção;
- do desenvolvimento de produtos: variação dos produtos existentes, engenharia de processos e de produção e programas para encorajar similaridades entre componentes de diferentes produtos;
- de vendas: escolha do que e para quem vender;
- de finanças: monitorar o impacto da decisão de mix sobre a rentabilidade.

A gestão do mix passa pela análise de duas dimensões adicionais, além do custo:

- Seleção dos clientes: o controle da lucratividade por clientes é importante porque diferentes clientes necessitam diferentes tipos, níveis e maneiras de suporte, sendo que cada um deles oferece potencial para vendas de diferentes grupos de produtos e serviços.
- Análise da Capacidade: a capacidade instalada e a capacidade utilizada para se fazer tal produto é ferramenta para a decisão de mix, sendo que pode ser medida uma lucratividade por unidade de capacidade instalada.

Aos custos serem agregados, há evidências para se fazer a decisão de mix. Estas análises tornam possíveis o acesso à informação sobre a lucratividade, sendo esta uma atribuição da área financeira, que tem a grande utilidade de se basear em dados por clientes e por produtos para ajudar o planejamento estratégico e identificar as melhores oportunidades e problemas.

Entre os objetivos da decisão de mix de produtos que são dependentes dos relacionamentos estabelecidos com os clientes estão:

- Estabilização da Receita: através da possibilidade de flexibilizar o mix de produtos, é possível proteger a empresa dos cenários desfavoráveis. Isto gerou a afirmação 2 do questionário e permite a opção de mudar mix.

### ***É ESSENCIAL QUE A EMPRESA TENHA ESTABILIDADE DE SUA RECEITA TOTAL***

- Carteira de Clientes Diversificada: através da possibilidade de flexibilizar a carteira de clientes é possível proteger a empresa dos cenários desfavoráveis. Isto gerou a afirmação 51 do questionário e permite a opção de mudar mix.

### ***É FUNDAMENTAL QUE A EMPRESA TENHA CARTEIRA DE CLIENTES DIVERSIFICADA***

II – Estabelecer Barreiras de Entradas: possibilitarão a flexibilização que dá a opção de expansão, além de facilitar que ocorram as outras flexibilidades.

*"Barreiras de entrada são aqueles fatores que permitem que as empresas que se encontrem em um setor tenham lucros econômicos positivos, enquanto que os novos entrantes sejam não lucrativos nesta indústria"*  
(Besanko, Dranove e Shanley, 2000: 330).

Tais barreiras permitem que a empresa possa utilizar as flexibilidades que lhe garantem opções reais, dando-lhe o tempo necessário para decidir após o recebimento de informações pertinentes que reduzam o grau de incerteza, tudo isto sem a tomada do posicionamento desejado por um concorrente. Podem ser:

- Estruturais: quando a empresa tem vantagens naturais em custos ou em marketing ou se beneficia de regulações governamentais:
  - Controle sobre recursos essenciais: proteção através do controle sobre um recurso necessário para a produção.
  - Economias de escala: quando as economias de escala são significantes, as empresas estabelecidas operam com uma substancial vantagem de custos sobre outros pequenos entrantes.
  - Vantagens de marketing: faz com que o custo para a firma estabelecida de introduzir um novo produto seja menor do que o de um novo entrante, já que o último deve gastar montantes adicionais em propaganda e promoção para promover credibilidade aos olhos dos consumidores, distribuidores e revendedores.
- Estratégicas: quando a empresa detém a entrada de concorrentes agressivamente:
  - Fixação de preço limite: a empresa estabelecida desencoraja a entrada cobrando um preço baixo antes que um novo entrante invista.
  - Fixação de preço predatório: estabelecer um preço para encorajar outras empresas a se retirarem do negócio.
  - Construção de um excesso de capacidade: a expansão de uma firma já estabelecida ocorre a um custo mais baixo do que o entrante em potencial e, uma vez feita, o inibe de entrar no setor.

A fidelização dos clientes é uma das mais relevantes barreiras de entrada, porém, por trás do conceito amplamente utilizado de que o cliente que repete as compras e gera contínuas receitas agrega valor, deve-se estimar a lucratividade associada com cada um deles. A idéia é reconhecer e monitorar os clientes individualmente e de uma forma correta.



É possível que algum cliente não traga lucros com suas compras iniciais e as margens obtidas com suas futuras compras assumam um outro quadro, sendo necessário que a área financeira, dentro da política de investimentos, apure os custos iniciais de aquisição do cliente e os compare com os lucros gerados ao longo do relacionamento esperado do cliente com a empresa. As tarefas para a administração financeira podem ser resumidas:

- Custos de aquisição do cliente: determinação dos custos de pesquisa dos clientes e de sua taxa de retenção.
- Análise do ponto de equilíbrio do cliente: uso da informação dos custos de aquisição para estabelecer quantas compras ou anos são necessários para cada cliente realizar lucros para a empresa.
- Análise do tempo do ciclo de valor: estabelecimento do lucro total que virá de cada cliente ao longo do tempo de relacionamento da empresa com o cliente.

A análise que leva ao valor gerado pela fidelização está intimamente relacionada com a gestão de custos, que permite a decisão de mix e a análise do ponto de equilíbrio segmentada por clientes e produtos, permitindo:

- Entender o valor potencial dos clientes;
- Leva as empresas a aprender mais sobre os consumidores;
- Dá suporte a estratégias ótimas para cada cliente, para eliminar custos desnecessários e criar um relacionamento com perspectiva de longo prazo com os mesmos.

Em adição ao questionamento sobre a rentabilidade do relacionamento dos clientes, Dowling (2002: 97) apresenta uma visão que muda a perspectiva de que todas as expectativas destes importantes *stakeholders* tenham que ser satisfeitas. Isto ocorre em razão de estar havendo barreiras para que os consumidores tenham muita influência no relacionamento, já que as empresas procuram gerenciá-la para obter lucros maiores. Tal fato pode ser contra os melhores interesses dos clientes, fazendo com que em muitos mercados o CRM – *customer relationship management* – fosse reformulado para o CPM – *customer profit management*.

A criação e a sustentação de barreiras de entrada através da fidelização e da gestão da satisfação dos clientes gerou a **afirmação 41 do questionário e permite a opção de expandir**, principalmente.

### ***BOA EMPRESA É AQUELA QUE SATISFAZ E FIDELIZA SEUS CLIENTES***

A gestão da marca é freqüentemente relacionada com o ganho de participação de mercado; no entanto, a lucratividade pode não andar lado a lado com tal sucesso, sendo o indicador para isto o lucro operacional antes dos impostos, ou margem sobre as vendas, calculados num sistema de custeio que permita acumular custos e receitas por marcas. As marcas bem posicionadas atuam favoravelmente para a empresa em momentos de recessão, porque elas oferecem uma proteção à natural queda das margens. A utilização de promoções em excesso pode causar uma erosão na sua base de clientes rentáveis e reduzir a lucratividade quando a recessão acabar, afetando a boa imagem duramente conquistada das marcas.

As promoções de preços também têm o poder de popularizar demasiadamente a marca e um efeito adicional, que é o de indicar aos clientes que a empresa facilmente pode conceder descontos adicionais. Esta tentativa de dar descontos ou serviços adicionais para os clientes pode reduzir a lucratividade da corporação.

A sustentação de barreiras de entrada através da estratégia adequada de promoções de preços gerou a **afirmação 46 do questionário e permite a opção de expandir e de adiar**, principalmente.

### ***É ESSENCIAL QUE A EMPRESA TENHA POLÍTICA DE PROMOÇÕES E PREÇOS***

Um canal de distribuição é o conjunto de mecanismos ou a rede em que a empresa “vai ao mercado” e tem as tarefas de:

- Gerar demanda;
- Atender à demanda;
- Prestar serviços pós-venda;
- Prover feedback dos clientes para o fabricante.

As questões relacionadas ao sistema de canais de distribuição são críticas e podem ser uma fonte de barreiras de entrada. Algumas empresas são, de fato, definidas mais por seus canais de distribuição do que pelos seus produtos, como as empresas que distribuem no varejo. Um sistema de distribuição precisa, assim, de ser examinado pela sua adaptabilidade às novas oportunidades de mercado e novas tecnologias.

Em razão de que os canais envolvem complexas relações contratuais, pode haver dificuldades para flexibilizar as práticas, o que pode ser um critério para julgar a estrutura proposta.

O ponto crucial da análise é verificar se o processo de distribuição está atendendo às expectativas dos clientes, dado que, freqüentemente, o distribuidor é uma empresa contratada pelo fabricante. Estas duas empresas distintas podem entrar em conflitos pela maneira como os clientes estão sendo atendidos, devido a:

- Metas não congruentes: distribuidores e produtores podem estar focados em aumentar suas próprias vendas, o que, não necessariamente, faz aumentar as vendas do seu parceiro.
- Dificuldade de entendimento do escopo da atividade: as funções que cada parte deve desempenhar e a população-alvo de clientes que devem atender podem não ser as mesmas.
- Diferentes percepções da realidade: as necessidades dos clientes podem ter entendimentos assimétricos pelo distribuidor e pelo fabricante.

A gestão dos canais de distribuição requer o reconhecimento destas potenciais ameaças para que o processo atenda às expectativas dos clientes.

A sustentação de barreiras de entrada, através da gestão dos canais de distribuição, gerou as afirmações 48 e 49 do questionário e permite a opção de expandir, principalmente.

***BOA EMPRESA É A QUE OFERECE DIFERENCIAL AOS SEUS PRODUTOS  
ATRAVÉS DA OFERTA DE SERVIÇOS AGREGADOS  
(EX.: ASSISTÊNCIA TÉCNICA)***

***A EMPRESA DEVE TER PROCESSO DE DISTRIBUIÇÃO QUE ATENDA ÀS  
EXPECTATIVAS DOS CLIENTES***

## B) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM CONCORRENTES

I – Desenvolvimento do Mercado: possibilitarão a flexibilização que dá a opção de expansão.

O trabalho conjunto entre a empresa e suas concorrentes desenvolvem o mercado em que atuam como um todo, advindo daí uma cooperação atrelada à competição causada pela rivalidade entre as mesmas. Deste modo, o sucesso do setor é dependente de como os concorrentes se relacionam para garantir que as vendas da indústria cresçam, sendo que esta colaboração pode vir tanto de campanhas de marketing que desenvolvam todo o setor ou então através do desenvolvimento de termos técnicos e procedimentos que facilitem a utilização de produtos pelos clientes, facilitando o processo de adoção.

Um setor com perspectivas de crescimento pode ser um atributo fundamental na criação do valor para as empresas, sendo ponto crítico o relacionamento com os concorrentes e gerou a **afirmação 54** do questionário, permitindo a **opção de expandir**, principalmente.

### ***A EMPRESA É BOM NEGÓCIO QUANDO SEU SETOR SE ENCONTRA EM FRANCO CRESCIMENTO***

Analisando a perspectiva de crescimento da empresa, dado um setor sem crescimento, o relacionamento com a concorrência passa a ser de:

- **Negociação:** troca de vantagens mútuas entre dois competidores
- **Imposição de restrições mútuas:** para proteger as margens de lucro, dois competidores cooperam restringindo seus ataques.

O monitoramento dos concorrentes e a utilização de acordos podem ser fundamentais para a criação de valor, quando se analisa a expectativa de crescimento da empresa, levando-se em conta a perspectiva do setor e gerou a **afirmação 3** do questionário e permite a **opção de expandir**, principalmente.

### ***A PERSPECTIVA DE CRESCIMENTO DA EMPRESA E DO SETOR É FATOR RELEVANTE NA ATRIBUIÇÃO DE SEU VALOR***

II – Estabelecer Barreiras de Entradas: possibilitarão a flexibilização que dá a opção de expansão, além de facilitar que ocorram as outras. Assim como o que acontece no relacionamento com os clientes, o relacionamento com os concorrentes pode estabelecer as barreiras estratégicas e estruturais.

As patentes são valiosas para se proteger contra imitações de concorrentes e é um investimento para manter um relacionamento de distância de possíveis rivais no mercado de atuação da empresa. Esta gestão de patentes se torna importante e gerou a **afirmação 50 do questionário, permitindo a opção de expandir, principalmente.**

### ***É IMPORTANTE QUE A EMPRESA TENHA POLÍTICA DE PATENTES***

Coincidente com o aumento da importância das patentes, ocorre o crescimento da importância das licenças pagas para uso de tecnologias, sendo este pagamento causador de uma importante dinâmica da competição. As licenças pelo uso exclusivo das tecnologias ocasionam custos consideráveis que devem ser contrabalançados com os benefícios. Este investimento também mantém a concorrência distante dos mercados alvo, **permitindo a opção de expandir, principalmente, e gerou a afirmação 53 do questionário.**

### ***EMPRESA DE SUCESSO É AQUELA QUE DETÉM TECNOLOGIA EXCLUSIVA***

Fabricantes de produtos e serviços buscam vantagens competitivas através de atributos que sejam diferentes de seus concorrentes: alguns visualmente ou mensuravelmente identificados ou outros como promessa de resultados ou de valores pelo uso. Qualquer monitoramento da marca, no formato, na composição do produto ou nos intangíveis oferecidos será feito visando a um posicionamento diferente do ocupado pelo concorrente, fazendo com que o rival se mantenha distante dos mercados-alvo, **permitindo a opção de expandir, principalmente, e gerou a afirmação 55 do questionário.**

### ***A EMPRESA TEM MAIS VALOR QUANDO OFERECE UM PRODUTO DIFERENCIADO AO MERCADO***

## C) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM A COMUNIDADE

I – Cultura Local: o relacionamento com a comunidade que serve como mão-de-obra, influencia na cultura organizacional que a empresa deseja ter. Este relacionamento garante a contratação de pessoas com o perfil adequado para viabilizar as flexibilidades mais importantes para a empresa.

É reconhecido que o verdadeiro poder das empresas está na rede de relações que os empregados formam através das funções e divisões para executar as tarefas mais rapidamente (Krackhardt e Hanson, 1993: 104). Como a cultura brasileira se caracteriza pela informalidade nas relações, a questão para o executivo é se a existência de um grau de informalidade compatível à praticada pela comunidade próxima à empresa torna o negócio interessante. Assim, foi gerada a **afirmação 16 do questionário**, que pode ou não permitir maior facilidade para implementar todas as opções, pelo maior conhecimento das flexibilidades.

### ***A INFORMALIDADE BRASILEIRA FLEXIBILIZA A GESTÃO NAS EMPRESAS, TORNANDO-AS MAIS PRODUTIVAS***

O sucesso empresarial em certos países levanta questões sobre em que medida a cultura local auxiliou para que tal sucesso fosse alcançado. Fazendo um paralelo entre a cultura empresarial americana e a cultura empresarial europeia, Handy (2001: 58) levantou questões que pudessem explicar o relativo sucesso dos Estados Unidos, que criou trinta milhões de empregos desde 1980, enquanto a Europa criou apenas cinco milhões no mesmo período:

- Energia, entusiasmo e confiança no futuro do país pode ser encontrado em qualquer cidadão americano.
- Os americanos acreditam que são responsáveis pelo futuro e fazem o máximo de si para que ele seja o melhor possível.
- Implantação de uma ética no trabalho, bem como uma tenaz religião.
- A implantação da idéia de inovar e ser o primeiro a fazer.
- A cultura de que o dia pode ser ganho e não ser recebido como herança.
- A busca pela legalização dos direitos de propriedade, transformando a riqueza escondida, informal e ilegal em ativos juridicamente reconhecidos.

- Incentivo para que os ricos sejam generosos, o que permite que ostentem sua riqueza.
- O dinheiro é a forma mais fácil de recompensar esforços a criar, que é o melhor meio de dar retorno à sociedade.

Estas tradições de cunho cultural são apresentadas como propulsoras da vigorosa indústria americana e estão no bojo da sua comunidade. Longe de serem citadas como exemplares, tais fatores elucidam uma forte relação da cultura da comunidade em que a empresa está inserida e sua possibilidade de sucesso. A cultura brasileira tem vários aspectos, que podem ou não propulsionar o crescimento empresarial com ganhos de produtividade. Esta controvérsia gerou a afirmação 19 do questionário, que permite a opção de expandir, principalmente.

### ***A CULTURA EMPRESARIAL BRASILEIRA TORNA A EMPRESA PRODUTIVA E INTERESSANTE***

Um dos determinantes da estratégia empresarial é a decisão de localização, que trata do planejamento e análise de vários fatores. As decisões relacionadas à localização consideram:

- Decisão de expandir ou realocar: ocorre pela necessidade de expandir em novos mercados, de desenvolver novas linhas de produtos, mudanças tecnológicas, pressões da concorrência ou mudanças na população que afetam os mercados ou a composição da mão-de-obra.
- Decisão de consolidar ou desativar: medida de redução de custos causada pela erosão da participação de mercado, redução das margens de lucro, aumento da competição ou desejo de aumentar a eficiência logística e fortalecer a posição competitiva.

As variáveis que direcionam a decisão de localização podem ser divididas em duas classes:

- Fatores tangíveis: acesso a mercados e fontes de matéria-prima, custos da terra, do trabalho, de transporte e das utilidades e incentivos fiscais.

- Fatores intangíveis: clima dos negócios na região, atitude da comunidade perante o negócio, relações de trabalho, composição da mão-de-obra e sua produtividade, indicadores de qualidade de vida, aspectos culturais, serviços de saúde e o meio ambiente.

Comumente as decisões de localização têm sido tomadas com base na localização que tenha o menor custo de fatores tangíveis, o que tem sido desastroso (Schmenner, 1979: 126). Tal abordagem é inútil, já que as estruturas de custos tendem a ser parecidas entre as várias localizações.

A relevante diferença entre as várias localizações está nos fatores intangíveis e qualitativos que irão contribuir para o sucesso da empresa. Os fatores intangíveis são eminentemente relacionados à comunidade, na qual a empresa deverá investir recursos para que tais fatores permitam seus negócios prosperar e, com isto, mais flexibilidades estarão garantidas. Tal fato gerou a afirmação 52, que reflete a importância da comunidade em que a empresa está inserida e garante as opções.

### ***A LOCALIZAÇÃO DA EMPRESA É DE GRANDE RELEVÂNCIA***

II – Responsabilidade Social: as ações empresariais em prol da comunidade.

A diferenciação da empresa obtida através do talento dos funcionários é tida como crítica para a criação de valor a ponto de uma mão-de-obra muito talentosa ter um impacto muito maior do que uma mão-de-obra mediana. A atração do talento para uma organização tem sido vista como a atração a clientes: o funcionário deve ser atraído pela marca empresarial, que tem, entre os seus componentes, a responsabilidade empresarial como um dos atributos. A questão crucial está na importância atribuída pela comunidade a tais práticas. No caso de haver preferência pelas pessoas talentosas para se associarem a empresas cidadãs, haverá a oportunidade de se viabilizar todas as opções.

Adicionalmente, a sustentabilidade, no longo prazo, dos negócios é afetada em razão de que os recursos disponíveis são limitados e de que os ecossistemas não podem absorver indefinidamente os custos ambientais de uma atividade. Como prática de negócios, o crescimento sustentado procura desenvolver mercados que promovam e sustentem a prosperidade econômica, a equidade social e a integração ambiental. Desta forma, o crescimento sustentável beneficiará a população, que terá



uma reação favorável à empresa e ficará fidelizada a consumir seus produtos e serviços.

Estes fatos geraram a afirmativa 24 do questionário, que facilita todas as opções.

### ***EMPRESAS CIDADÃS SÃO PÓLOS DE ATRAÇÃO DE TALENTOS E BOAS OPÇÕES DE INVESTIMENTOS***

A sensação de que tudo pode ser feito e a qualquer momento faz parte do cotidiano de algumas sociedades. Esta sensação está institucionalizada e pautada na possibilidade da transgressão das normas e se reflete em contrabandos, sonegações e não cumprimento de contratos, entre outras práticas que podem ser discutidas em reuniões de diretorias de empresas. Frequentemente, as justificativas para tais atitudes estão ancoradas no descaso das autoridades no cumprimento das atividades porque deveriam zelar, como infra-estrutura e controle da legalização de atividades.

Com esta justificativa, as empresas podem se utilizar da corrupção, que são pagamentos requeridos por agentes governamentais ou privados para viabilizar os negócios da empresa. Com tais pagamentos, é garantida a impunidade, tanto econômica quanto legal, dos que os praticam, criando a sensação de que tudo pode ser feito e sem respeitar prazos.

Pelo relativismo cultural, nenhuma ética é melhor do que outra e se uma empresa se encontra em uma comunidade que tem por hábito praticar a corrupção, ela deve fazer o mesmo sob pena de perder oportunidades de negócios (Donaldson, 1996: 48). No entanto, custos sociais podem ser gerados por tal prática:

- Desequilíbrio dos poderes nos canais de distribuição e destruição dos incentivos para competir em qualidade e custos, já que as decisões dos consumidores favorecerão os que praticam a corrupção.
- Enfraquecimento da eficiência de mercado e da facilidade de planejamento, prejudicando o direito à qualidade de vida.
- Enfraquecimento do comprometimento ético, que garante que os contratos serão cumpridos sendo isto necessário para o desenvolvimento econômico através dos investimentos.

Evitar praticar corrupção ocasiona perda de oportunidades de negócios que devem ser contrabalançadas pela reação da comunidade a esta postura. O benefício para a empresa é o desenvolvimento do mercado e o investimento é a perda ocasionada por não praticar a corrupção. A viabilidade deste investimento gerou a **afirmação 17 que garante a opção de expandir, principalmente.**

### ***EMPRESAS QUE USAM O JEITINHO BRASILEIRO TÊM PÉSSIMA IMAGEM***

A construção de um contínuo entendimento das ações em prol do meio ambiente é crítico para que um projeto ambiental da empresa seja bem sucedido. A troca de informações com a comunidade é o foco desta atuação, que permite que sejam traçadas importantes diretrizes que satisfaçam às comunidades.

Uma política clara de gestão ambiental provê os executivos com mecanismos efetivos para reduzir tensões com os grupos ambientais que fazem parte da comunidade, que avaliam cada atividade e iniciativa empresarial.

No entanto, muitos investimentos ambientais não oferecem retornos claramente identificados pela administração da empresa, por serem atividades imperfeitas, e muitas das empresas que os fazem dizem que isto é feito por serem parte dos princípios adotados por ela.

A justificativa econômica para estes investimentos é viabilizada pelo reconhecimento da comunidade, que necessita de ser claramente evidenciado para que se reflita em aumento do consumo dos produtos da empresa. O sucesso desta estratégia é questionável e gerou a **afirmação 7 do questionário, que permite a opção de expansão, principalmente.**

### ***É DE SUMA IMPORTÂNCIA QUE A EMPRESA TENHA UMA POLÍTICA AMBIENTAL BEM DEFINIDA***

#### **D) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM FUNCIONÁRIOS**

I – Aspectos Culturais: os hábitos que são cultivados pelos funcionários podem ser cruciais para o sucesso da organização e têm de ser trabalhados pela administração junto aos mesmos.

A cultura de planejamento e controle vem sendo questionada como eficaz método de agregar valor ao negócio em razão da mudança nas condições de

mercado que ocorreram recentemente, fazendo com que a gerência deva buscar novas maneiras para lidar com as novidades em um ambiente que muda cada vez mais rápido: o tradicional orçamento tem se mostrado com pouca flexibilidade para este novo mercado.

Para que seja tida como importante, deve, então, permitir a reação às oportunidades e ameaças desta nova economia, o que ainda é questionável pela forma como é implementada nas empresas brasileiras. Como é reconhecidamente importante comunicar com clareza, envolver mais pessoas em tempo hábil e melhorar o processo de interação entre os funcionários, independentemente do modelo de gestão utilizado, foi gerada a afirmativa 6 do questionário, que facilita todas as opções.

### ***UM ASPECTO BASTANTE VALORIZADO É QUANDO A EMPRESA POSSUI CULTURA DE PLANEJAMENTO E CONTROLE FINANCEIRO***

II – Conhecimento sobre o Negócio: a flexibilização das atividades está intimamente relacionada com o conhecimento acumulado durante a vida da empresa e do setor Cappelli (2000: 104-109) analisou aspectos que elucidam a importância da retenção de empregados:

- Os talentos podem ser escassos e muito caros para serem substituídos.
- A mão-de-obra talentosa, num mercado de trabalho com poucos postos e sob intenso desenvolvimento de habilidades requeridas, impõe projetos que evoluam o *expertise* deles próprios.
- Os executivos tendem a se julgar pela competência na habilidade de manter a lealdade de seus empregados.

E a construção da fidelidade do empregado, no longo prazo, o que exige investimentos que contemplam:

- Salários: o mais comum mecanismo de retenção;
- Escopo das tarefas: escolha de tarefas a serem incluídas nas funções, inclusive visando a interesses, valores e habilidades individuais;
- Laços sociais: a lealdade com os colegas pode ser mais perene do que com a empresa;
- Localização: escolhendo se instalar em lugares especiais para os empregados e para sua atualização.

- Privilegiar desconhecidos: deslocando a atenção para empregados que não estão em evidência.

Todas estas estratégias estão vinculadas ao relacionamento entre o funcionário e a firma, sendo que a rotatividade de funcionários pode se tornar um ponto crítico, no caso de competências especiais serem detidas pelos colaboradores e não serem compartilhados com a empresa. A existência ou não desta dependência dos funcionários gerou a afirmativa 8 do questionário, que pode permitir todas as opções:

### ***EMPRESA COM BAIXO TURNOVER É MAIS ATRAENTE PARA OS INVESTIDORES***

A importância de formar equipes eficazes é inquestionável e a maioria das pesquisas recentes sobre o tema têm focado em como organizar processos para que tal eficácia seja atingida. A necessidade de cooperação, participação e comprometimento com as metas são consolidadas como atributos de sucesso, no entanto a organização dos processos pode ser facilmente copiada pela concorrência, excluindo a fonte da vantagem competitiva.

Druskat e Wolff (2001: 81) afirmam que, a fim de que a vantagem competitiva seja mais efetiva, a equipe deve criar atitudes e comportamentos que suportem a construção da confiança, a identidade do grupo e sua eficácia, para a partir daí haver o comprometimento com a tarefa.

A fonte de duradoura vantagem competitiva, que é a colaboração entre os funcionários, tem um componente mais profundo, a chamada inteligência emocional, que estabelece as barreiras de entrada que facilitam a concentração de conhecimento sobre o negócio para viabilizar todas as opções. A capacidade de criar tal competência e de ela ser importante gerou a afirmativa 20 do questionário.

### ***É PREFERÍVEL INVESTIR EM UMA EMPRESA QUE TENHA UM AMBIENTE COOPERATIVO DO QUE COMPETITIVO***

O produto ou serviço de uma empresa não é somente a mercadoria, mas todo o conhecimento e a infraestrutura que permite que tal produto atinja o mercado-alvo e ainda possa obter um resultado melhor do que os concorrentes, possibilitando a

recorrência deste processo. É uma dinâmica análoga à da produção, em que matérias-primas são convertidas em produtos acabados através da gestão da seleção das informações importantes, vindas de vários lugares, movendo-as ao longo da cadeia agregando valor ao produto até que ele atinja seu valor máximo. Este material intelectual que transita pelo processo é definido como o capital intelectual, o qual pode ser formalizado, capturado e alavancado para produzir um maior valor para o ativo.

Este fluxo reduz custos de transação pela economia dos custos de informação e de coordenação, levando a empresa a melhorar seu crescimento e a eficiência, traduzindo-se em criação de valor.

Os componentes principais do capital intelectual são (Crowe, 1997: 4):

- **Capital Humano:** os tipos de habilidades com que a mão-de-obra contribui para o negócio, podendo ser identificada ao se questionar como seria a facilidade em recompor a mão-de-obra demitida e como seria o impacto desta demissão sobre a organização.
- **Capital Estrutural:** representa o conhecimento capturado e que pode ser detido pelos proprietários e administradores, como banco de dados, propriedades intelectuais, metas organizacionais, hierarquia formal e a cultura organizacional.
- **Capital do Ambiente:** representa o ambiente em que o capital humano e estrutural opera, referindo-se às redes de relacionamentos da organização com os grupos com os quais interage, sendo estes clientes, fornecedores, canais de distribuição, associações setoriais ou governo. São os dados, opiniões e valores que tais grupos tem sobre o negócio que a firma opera, fazendo com que ela tenha que manter intenso contato com o mercado em que atua.

A empresa, para crescer o capital intelectual, deve desenvolver uma rede de colaboradores que façam tais relações, constituindo-se num investimento. A importância do capital intelectual gerou a afirmação 23 do questionário.

### ***É IMPORTANTE QUE A EMPRESA TENHA ELEVADO CAPITAL INTELECTUAL***

III – Incentivos à Produtividade: os ganhos de produtividade são viabilizados dentro de políticas, que irão garantir as flexibilidades.

O modelo econômico do comportamento humano presume que o funcionário é racional, suas decisões são guiadas pela melhor informação disponível no momento da decisão em escolhas que buscam maximizar o interesse individual do próprio indivíduo. Neste modelo, de uma formalização acadêmica irrepreensível, as pessoas decidem quanto alocar de seus esforços baseadas no retorno financeiro. Este modelo pressupõe que a remuneração é o meio mais efetivo para motivar os funcionários a trabalhar.

Este modelo tão difundido é contra argumentado pela busca que os funcionários fazem para trabalhar também em tarefas que tenham significado para as suas vidas, fazendo com que as que ignorem este fato paguem um preço alto pela falta de fidelidade e de comprometimento: as pessoas não trabalham somente por dinheiro.

Os modelos econômicos do comportamento humano têm prevalecido, principalmente (Pfeffer, 1998: 113):

- Pela necessidade de algumas consultorias venderem seus serviços.
- Porque é mais simples para os executivos pensarem no incentivo como remuneração do que em mudarem a cultura organizacional e a maneira em que o trabalho é organizado.

Os determinantes da produtividade são influenciados pelas pressões e relações sociais que são estabelecidas pelos funcionários, porém, todos sabem que as decisões sobre remuneração também são importantes para estabelecer a cultura da empresa, os comportamentos e os valores desejados. A controvérsia sobre a importância da remuneração acima da média de mercado gerou a afirmação 10 do questionário, que permite viabilizar todas as opções, no caso de realmente incrementar a produtividade.

***ORGANIZAÇÕES QUE OFERECEM BENEFÍCIOS ACIMA DA MÉDIA DO MERCADO PARA SEUS FUNCIONÁRIOS SÃO MELHORES OPÇÕES DE INVESTIMENTOS***

A capacitação do empregado é baseada em processos que tradicionalmente são fragmentados, redundantes e muito descentralizados, nos quais não há controle sobre o que está acontecendo. Para que a capacitação seja mais focada na estratégia empresarial, o que possibilitará a busca da educação e do treinamento

para resolver problemas reais e melhorar o desempenho no trabalho, a política de capacitação deve ser alinhada com os objetivos empresariais. Esta necessidade de transparência de objetivos nos programas de capacitação gerou a afirmação 12 do questionário.

***EMPRESAS QUE ADOTAM POLÍTICA CLARA DE CAPACITAÇÃO DE RECURSOS HUMANOS SÃO MAIS ATRAENTES AOS INVESTIDORES***

IV – Gestão do Fluxo de Informações: a informação tem sido reconhecida como um importante recurso que deve ser administrado efetivamente e explicitamente como tal, permitindo várias flexibilidades.

A tecnologia da informação é usada para explorar a informação diretamente como um recurso para agregar valor para produtos e serviços, mudando o foco da tecnologia em si para o que a tecnologia pode produzir através da extração de valor das informações.

O impacto da gestão da informação ocorre (Nolan, 2001: 19-22):

- No trabalho: as atividades que as pessoas fazem para criar valor para a firma mudaram do enfoque estático de recebimento de informações para um interativo entre os colaboradores, que fazem a geração e o fluxo das mesmas.
- Alocação de recursos em tempo real: permite que as organizações respondam rapidamente às mudanças nas condições de mercado para novas oportunidades, alocando recursos dinamicamente.
- Sofisticação das estratégias competitivas: mudando a visão de “fazer e vender” produtos e serviços para a visão “analise e reaja” às necessidades dos clientes.
- Impacto nos produtos e serviços: aumentando a eficiência para reduzir o preço dos produtos e serviços e para incluir diferenciações nos mesmos. A substituição de recursos escassos por informações também reduz os custos de produção, sendo outra fonte de criação de valor.

A tecnologia de informação alavanca as habilidades dos funcionários através do rápido acesso aos bancos de dados e redes de trabalho que contém o conhecimento necessário para o funcionário desenvolver suas atividades que criam valor. Daí vem o relacionamento entre a gestão da tecnologia de informação e o *stakeholder* funcionário.

O conhecimento tecnológico evolui causando maior complexidade para o gestor da área de sistemas de informação, que se vê em constante necessidade de reciclar os conhecimentos para lidar com tecnologias cada vez mais complicadas e que se renovam num curto espaço de tempo. Existe, assim, uma barreira que o funcionário enfrenta quando a complexidade e o acesso ao conhecimento atingem um ponto em que as tarefas não podem continuar sem um investimento em tecnologia da informação, seja em treinamento ou em equipamentos (Nolan: 2001: 23).

A necessidade de acompanhamento tecnológico para continuar a agregar valor para a organização permite que todas as opções ocorram e gerou a afirmação 36 do questionário.

***É IMPORTANTE QUE A EMPRESA INVISTA REGULARMENTE EM SISTEMAS DE TECNOLOGIA DE INFORMAÇÃO***

A alocação de recursos em tempo real é garantida a partir de um bom desempenho dos equipamentos usados para fluxo de informações, gerando a afirmação 37 do questionário.

***É FUNDAMENTAL QUE A EMPRESA UTILIZE COMPUTADORES COM BOA PERFORMANCE***

V – Gestão da Inovação: a obtenção de vantagens competitivas sustentáveis permitem o erguimento de barreiras de entradas que permitem as opções de adiar e expandir, principalmente.

A criatividade ocorre com funcionários que propõem novas soluções para os problemas dos negócios e as equipes que fazem isto não as fazem automaticamente, tendo que ser administradas. Em função disto, a gestão da inovação provê os recursos apropriados para as equipes e se certifica de que seus membros saibam quais recursos estão disponíveis, tratando-se de relacionamento com o funcionário.

Entre os fatores que restringem a imitação de rivais ou até a melhora das invenções de uma empresa está o processo de produção. No entanto, Ghemawat (1986: 53) afirma que as melhorias nos processos antigos de produção são facilmente imitados, com 60% a 90% das melhorias sendo "vazadas" para os



competidores. Assim, este investimento para alavancar a participação da mão-de-obra tem sua eficácia contestada, o que gerou a afirmação 38 do questionário.

***É FUNDAMENTAL A CAPACIDADE DE INOVAÇÃO DA EMPRESA ATRAVÉS DO INVESTIMENTO EM MELHORIAS DO PROCESSO PRODUTIVO***

O investimento da empresa em pesquisa e desenvolvimento tem sido freqüentemente citado como um importante indicador de sucesso empresarial. No entanto, a rapidez destes esforços em atender às necessidades do mercado é mais importante. As fontes de novas tecnologias, para as empresas, proliferaram após os anos 80, fazendo com que uma vasta rede de fornecimento ao redor do mundo seja encontrada, o que, acompanhada da redução do ciclo de vida dos produtos desde esta mesma época, fez com que as empresas que melhor aderirem às novas tecnologias estejam em melhores condições do que aquelas que as desenvolvam internamente, conforme Iansiti e West (1997: 70).

Em virtude da importância incontestável da inovação através da pesquisa e tecnologia, a questão que se coloca é sobre a viabilidade de se investir em relacionamentos com a mão-de-obra que possibilitem o desenvolvimento tecnológico interno, gerando a afirmativa 39 do questionário.

***É FUNDAMENTAL A CAPACIDADE DE INOVAÇÃO DA EMPRESA ATRAVÉS DO INVESTIMENTO EM PESQUISA E DESENVOLVIMENTO DE PRODUTOS***

E) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM GOVERNO: as políticas públicas influenciam todas as flexibilidades das empresas.

I- Relações Públicas: a utilização de contatos com funcionários públicos para o desembaraço burocrático de questões ligadas à empresa é uma prática comum e freqüentemente acompanhada de pagamento de benefícios para os mesmos. No entanto, esta fonte de vantagem competitiva pode não ser duradoura e impor altos custos de transação para a empresa que a pratica.

A importância deste investimento no relacionamento com o governo leva à afirmação 15 do questionário.

**É IMPORTANTE QUE A EMPRESA SE UTILIZE DE CONTATOS/AMIGOS NO GOVERNO PARA AGILIZAR A SOLUÇÃO DE PROBLEMAS NA ESFERA PÚBLICA**

II – Influência sobre as Políticas Públicas: As políticas públicas relacionadas à diminuição da volatilidade nos negócios facilita o planejamento e controle empresarial. A volatilidade dos negócios pode, baseando-se em Stauffer (2002: 3-5):

- Causar pressões para adiar decisões que melhorem a situação econômica a longo prazo da empresa para atender a pressões de curto prazo.
- Dificultar a avaliação de cenários de longo prazo.
- Dificultar a avaliação dos resultados de linhas de negócios.

Um bom indicador da volatilidade e capacidade de previsão empresarial é a estabilidade dos preços, que é viabilizado através da política monetária do governo, na qual a empresa tem uma atuação no pagamento de impostos e na colaboração com os chamados “pactos sociais”.

A importância do estabelecimento destas políticas de relacionamento com o governo para viabilizar políticas macroeconômicas de controle de preços gerou a afirmação 58 do questionário.

**A ESTABILIDADE DE PREÇO CONTRIBUI PARA O SUCESSO DA EMPRESA**

A educação de representantes do governo é um fator crítico de sucesso dos setores por afetar todas as políticas financeiras básicas, em especial a de investimentos, sendo a tributação um bom exemplo. Os executivos, neste contexto, devem informar e educar aqueles que mudam as leis e regulamentações, porque estes profissionais precisam das informações, conhecimento e perspectivas dos empresários para suprimirem sua distância da realidade do setor.

Os líderes podem se envolver com as políticas públicas para garantir soluções favoráveis ao mercado. As condições políticas sempre mutantes impactam na estrutura da indústria de todo o mundo. Como exemplos de políticas públicas que influenciam nas empresas têm-se, entre outras:

- Tratamento para o mercado de capitais;
- Controle dos fluxos financeiros;

- Custos de atuação internacional;
- Regras de comércio;
- Políticas monetária e fiscal.

O envolvimento dos líderes empresariais caracterizam um investimento junto ao governo que possibilita opções de expansão, principalmente. A eficácia deste relacionamento, para quaisquer assuntos relacionados às políticas governamentais, gerou a afirmação 5 do questionário.

### ***DETERMINADAS POLÍTICAS PÚBLICAS PODEM DIFICULTAR O CRESCIMENTO DA EMPRESA***

#### **F) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM OS EXECUTIVOS**

I – Processo Decisório: a forma pelas quais as decisões são analisadas e tomadas influenciam no sucesso da estratégia de flexibilização.

Os fatores que trazem sucesso às organizações, nas voláteis condições de mercado de hoje são, segundo Davis e Cormier (2001:1):

- Ter uma clara direção e valores;
- Ter a capacidade de decidir.
- Ter um executivo competente.

Estes fatores tendem a ter a sua importância subestimada pelas famílias proprietárias de empresas, que continuam dando mais importância para produção de produtos, ou prestação de serviços, de qualidade como únicos fatores críticos. No entanto, com as mudanças rápidas que vêm ocorrendo, o foco na direção, a capacidade de decidir e a competência, têm tido cada vez maior atenção como determinante do valor das empresas.

Qualquer empresa familiar pode crescer sem se preocupar com seu ambiente externo ou esquecer a necessidade de decidir em um tempo hábil, tudo isto em razão dos desejos familiares de evitar conflitos ou proteger tradições. Com isto, o executivo da família normalmente foge das discussões críticas e falha em pressionar por decisões, tornando as suas empresas vulneráveis à competição. Uma administração profissional tem maior liberdade para insistir em manter o foco nas decisões críticas, aumentando o valor para os próprios acionistas.

A administração profissionalizada é um claro investimento junto aos executivos, que são *stakeholders* que analisam as futuras metas, a estratégia da empresa, as tendências da indústria e decidem o que a companhia deve fazer. A importância da eficácia da contratação de executivos competentes e que preencham tais requisitos gerou a afirmação 28 do questionário, o que facilita a implementação de todas as opções.

### **NAS ORGANIZAÇÕES FAMILIARES AS DECISÕES SÃO LENTAS E DE CARÁTER POLÍTICO**

II – Conhecimento sobre o Negócio: a flexibilização das atividades está intimamente relacionada com o o conhecimento do executivo sobre o setor e sobre a empresa.

Dentre os atributos que são considerados necessários para um bom diretor, podem ser citados, conforme Davis e Cormier (2001:8):

- Experiência no negócio e habilidades: bons executivos podem fazer bons julgamentos sobre o negócio e têm um senso comum que é capaz de contribuir efetivamente para as decisões. São capazes de entender a natureza do negócio, os seus fundamentos financeiros e o impacto das decisões sobre os mesmos. Também são hábeis em interpretar relatórios financeiros e operacionais e reconhecer informações essenciais que não estão mostradas nestes relatórios, conhecendo com profundidade sua área de responsabilidade.
- Conhecimento da empresa e dos proprietários: entender das forças da indústria que estão afetando a empresa e poder fazer razoáveis projeções de tudo aquilo que afeta a empresa num futuro próximo. São também conhecedores profundos dos proprietários da empresa que administram.

Sendo o executivo um importante *stakeholder* para definir as estratégias empresariais, que se tornaram metas para os *stakeholders* de ligação, o investimento junto aos executivos é viável dependendo da importância dos atributos mencionados, o que gerou a afirmativa 56 do questionário:

***É IMPORTANTE A EMPRESA CONHECER PROFUNDAMENTE O MERCADO ONDE ATUA***

A competência não é somente uma lista de atributos que o executivo deve ter. A forma com que o mesmo visualiza seu trabalho é igualmente importante e os executivos competentes sabem o que é seu trabalho e porque seu trabalho deve ser feito daquela maneira. O processo de recrutamento é importante em fazer com que os executivos entendam seu envolvimento na empresa e suas tarefas claramente, conforme Aviss (2001:8):

Executivos competentes são os que tem tanto a habilidade de comunicar eficientemente quanto a capacidade de produzir resultados. Atrair estes profissionais, convencê-los a se comprometer e retê-los no longo prazo é essencial e o estabelecimento de critérios transparentes e profissionais é fundamental nesta questão, o que gerou a afirmação 13 do questionário. Isto facilitará que ocorram todas as flexibilidades.

***REGRAS TRANSPARENTES E CRITÉRIOS EMINENTEMENTE PROFISSIONAIS SÃO FUNDAMENTAIS NA CONTRATAÇÃO DE EXECUTIVOS PARA POSTOS-CHAVE***

III – Política de Gestão de Riscos Corporativos: os riscos empresariais se refletem em covariância entre um fator de risco, os preços de ativos, entre outros; e itens formadores dos resultados empresariais.

Os fatores críticos de sucesso são "*eventos ou circunstâncias que requerem especial atenção dos executivos em razão de seu impacto para a empresa. Eles podem ser internos ou externos e podem ter impactos positivos ou negativos*" (Ferguson e Dickson, 1982: 15). A grande contribuição dos executivos para a empresa é identificar tais fatores críticos e sugerir como a organização deve lidar com eles.

Para manter o risco sob controle, os executivos devem ser estimulados através de pacotes de remuneração que podem incluir salários, ações e opções de

ações. Os dois primeiros incentivam a baixa propensão a assumir riscos, já que sua riqueza está exposta a riscos não diversificáveis. No entanto, as opções de ações podem incentivar uma maior propensão ao risco, visto que o preço de exercício deve ser atingido para que o executivo tenha sua remuneração variável.

A necessidade de aumentar a propensão ao risco das decisões empresariais gerou a **afirmação 27 do questionário**, o que permite a opção de expansão, principalmente.

### ***EMPRESAS QUE TOMAM DECISÕES MAIS ARRISCADAS TÊM MAIS CHANCES DE SUCESSO***

#### **G) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM OS FORNECEDORES**

I – Dependência da cadeia de suprimentos: a interação com os fornecedores pode permitir uma maior flexibilidade para a empresa.

Dois diferentes modelos de administração da cadeia de suprimentos são conhecidos, conforme Dyer, Cho e Chu (1998: 57):

- Tradicional: minimizar a dependência dos fornecedores e maximizar o poder de barganha através da pulverização dos fornecedores, o que implica em um mínimo de comprometimento por parte da empresa.
- Parceria: relações mais estreitas, que são custosas para iniciar e manter e ainda impõem barreiras à quebra da relação com os fornecedores. A parceria engloba:
  - Confiança mútua que permite reduzir os custos de transação;
  - Troca de informação e uma melhor coordenação das tarefas entre fornecedores e empresas;
  - Investimento em ativos específicos que permitem redução de custos, melhora da qualidade e agilidade no desenvolvimento de produtos e serviços.

É consolidado que uma rede de valor na cadeia de suprimentos é necessária, e ela deve ser capaz de (Bovet e Martha, 2000: 3):

- Resolver os problemas dos clientes, em vez de simplesmente vender os produtos.
- Responder rapidamente às necessidades dos clientes
- Construir uma marca forte por prover valiosos serviços

A questão central que é colocada, para se decidir sobre os investimentos junto aos fornecedores, está em estabelecer qual é o modelo mais adequado.

Uma relação de confiança ou que englobe troca de informações e coordenação conjunta das operações ocasiona um nível mais baixo de comprometimento por parte da empresa, podendo ser interessante, e que gerou a **afirmação 44 do questionário**, podendo gerar principalmente a flexibilidade de mudar o mix de insumos.

### ***BOM RELACIONAMENTO OPERACIONAL E COMERCIAL COM O FORNECEDOR AGREGA VALOR AO PRODUTO DA EMPRESA***

Uma relação menos reversível e que englobe investimento em ativos específicos ocasiona um nível de comprometimento muito maior, sendo maiores as chances de atingir os objetivos da rede de valor. Tal comprometimento gerou a **afirmação 40 do questionário**, o que pode permitir as opções de mudar o mix de produtos e de insumos.

### ***É IMPORTANTE QUE A EMPRESA TENHA PARCERIAS TECNOLÓGICAS***

O ponto mais alto da relação está quando houver uma confiabilidade mútua baseada na lealdade ou na legitimidade jurídica, o que, associado com as demais, comprometerá a empresa ao extremo, com o benefício de acentuada redução dos custos de transação. Este tipo de relacionamento tanto pode facilitar opções de mudança de mix de produtos e de insumos quanto dificultá-las, gerando a **questão 42 do questionário**.

### ***É IMPORTANTE QUE OS FORNECEDORES TENHAM GRANDE PODER DE NEGOCIAÇÃO***

#### **H) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM A MÍDIA**

**I – Reputação da Empresa:** a avaliação da firma, pelos *stakeholders*, em termos de afeto e conhecimento, estabelece barreira de entrada.

A marca empresarial, uma imagem que representa um sentimento sobre toda a gama de produtos da empresa, tem sido preferida por:

- Reduzir custos: através do aproveitamento de economias de escala em publicidade e marketing. (Vishwanath e Mark, 1997:129).
- Dar aos clientes um senso de comunidade: os consumidores estão dispostos a pagar mais por uma identificação que os faça sentir parte de uma comunidade (Keller, 1999: 148).
- Prover um senso de aprovação: fazer os clientes saberem o que podem esperar de todos os produtos que a firma produz (Keller, 1999: 148).
- Criar um campo comum para vários grupos: as marcas facilitam a interpretação comum para vários grupos culturais, étnicos ou sociais (Keller, 1999: 148).

Para eliminar muito da ambigüidade em envolver e manter uma marca empresarial, Hatch e Schultz (2001: 134) estabelecem, baseado num caso real de melhoria de resultados com foco na imagem empresarial:

*"Enquanto a visão e a cultura são, por si só, poderosas ferramentas estratégicas, somente estando alinhada com as imagens dos stakeholders, a marca empresarial pode começar a ser poderosa".*

Tal diagnóstico foi feito para uma empresa que já havia se estabelecido no mercado com uma imagem consolidada. A mudança de tal imagem, segundo os autores, seria mal sucedida. Com isto, a imagem empresarial passa a ser prioritária no estabelecimento da marca corporativa e a visão e a cultura devem dar credibilidade para tal imagem, o que é viabilizado através de programas que envolvam executivos e funcionários.

A construção de uma marca forte, segundo estes autores, é viabilizada pelo alinhamento de três essenciais elementos:

- Visão: aspirações da alta administração sobre a firma;
- Cultura: os valores, comportamentos e atitudes, que são estabelecidos pelos sentimentos dos empregados sobre a firma;
- Imagem: a impressão que os *stakeholders* que estão fora da empresa têm sobre ela.



A reputação da empresa é o componente principal da marca empresarial, que é trabalhado pelo *stakeholder* mídia. A importância da marca forte gerou a afirmação 45 do questionário, que pode facilitar as opções de expansão e de adiamento, principalmente.

### ***EMPRESA ATRATIVA É A QUE CONSTRUIU MARCA FORTE***

#### **11.2 – Relativos às Políticas de Financiamentos**

##### **A) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM BANCOS**

I – Política de Gestão de Riscos Corporativos: os riscos empresariais se refletem em covariância entre um fator de risco e itens formadores dos resultados empresariais (Petersen e Thiagarajan, 2000: 5-20).

- Fluxos de caixa operacionais: receitas e custos isoladamente analisados. A análise isolada de receitas e custos decorre do fato de que os fluxos de caixa operacionais podem não ser correlacionados com um fator de risco tanto porque receitas e custos operacionais não são correlacionados com o fator de risco quanto em razão de que as receitas e os custos operacionais são fortemente correlacionados com o fator de risco, embora suas diferenças não sejam.
- Oportunidades de investimentos: a estratégia de política de investimentos da empresa tem uma dependência do comportamento do fator de risco. Empresas bem protegidas tendem a se utilizar de fusões e aquisições, enquanto que empresas pouco protegidas tendem a se utilizar de expansões da capacidade já existente. Tal fato ocorre em função de que os resultados empresariais são as principais fontes de recursos para estas expansões e, em momentos desfavoráveis, as compras ficam mais baratas, sendo mais atrativas para as empresas mais protegidas.
- Valor dos Ativos: sendo o valor dos ativos igual ao valor presente de seus fluxos de caixa futuros, o valor das ações é a clara consequência destes. A dependência do valor das ações para com o fator de risco é relevante para proprietários e executivos.

A importância da gestão de riscos ocorre em razão de que dois *stakeholders*, proprietários e executivos, têm sua riqueza diretamente dependente da volatilidade dos itens empresariais, que impactam o valor das ações e a remuneração variável dos executivos. A gestão de riscos corporativos compreende (Petersen e Thiagarajan, 2000: 6):

- Garantir fluxos de caixa em momentos ruins: evita problemas financeiros
- Melhorar a capacidade de endividamento: aumenta o benefício fiscal da dívida e reduz o custo do capital pelo uso mais intenso de capital de terceiros.
- Diminuir a volatilidade dos fluxos de caixa: facilita acesso a investimentos em mercados com restrições de capital.
- Reduzir o risco não diversificável: aumenta a remuneração dos executivos.

A mais intensa imposição da utilização de controle de riscos pelos proprietários ocorre com as dúvidas sobre a competência da alta administração em gerenciar o negócio. Isto ocorre em empresas onde está claramente separada a propriedade e o controle.

Há duas formas de se fazer a gestão dos riscos corporativos, que podem ser complementares:

- Estratégias Operacionais: "casamento" de taxas entre recebimentos e pagamentos através da gestão de mercados alvo e de custos, que tem validade no longo prazo apesar de poder ter algumas imperfeições.
- Estratégias Financeiras: "casamento" de taxas entre fluxos de caixa operacionais e os encargos da dívida, que também pode ter algumas imperfeições.
- Uso de Derivativos e Mercados Futuros: utilização de contratos futuros sobre os fatores de riscos, tendo validade apenas no período do contrato. Necessitam de um relacionamento estreito com os bancos e têm custos associados à sua implementação.

Como as firmas podem gerenciar seus riscos através de estratégias operacionais e financeiras, bem como por operações de derivativos, é valioso examinar se há criação de valor em estabelecer relacionamentos estreitos com os bancos para viabilizar operações de derivativos para a gestão dos riscos. Tal

relacionamento virá acompanhado por uma série de reciprocidades que têm de ser avaliadas.

A viabilidade de manutenção de relacionamentos com bancos devido à possibilidade de utilização de derivativos gerou a **afirmação 1 do questionário**, que pode reduzir o custo do capital da empresa em relação às suas concorrentes através da redução dos custos de falência.

***É BENÉFICO QUE A EMPRESA SE PROTEJA COM MECANISMOS  
FINANCEIROS COMO DERIVATIVOS E MERCADO FUTURO***

Os principais fatores que estimulam a atuação dos executivos na proteção dos riscos corporativos são a sua forma de remuneração e sua aversão a riscos. Executivos podem ser remunerados com um mix de salários fixos, bônus baseados no lucro da empresa ou opções de ações baseadas no valor da empresa : na primeira forma de remuneração, os executivos têm menor interesse pessoal na proteção dos resultados empresariais. A aversão ao risco é um fator pessoal e dependente do patrimônio pessoal.

Sendo que nem todo o risco é ruim, cabe aos executivos decidirem se o nível de risco corporativo está alinhado com a estratégia da organização. Este monitoramento da adequabilidade dos riscos assumidos, através do claro entendimento dos fatores críticos de sucesso, impõe que a alta administração seja capaz de assumir riscos, não sendo interessante ocultar todos. No caso de uma postura extremamente conservadora, a empresa abrirá mão de ganhos em troca de ser reconhecida como um investimento seguro junto aos bancos. A necessidade deste conservadorismo gerou a **afirmação 26 do questionário**, o que diminui o custo do capital e os custos de falência.

***ORGANIZAÇÕES COM DIRIGENTES COM BAIXA PROPENSÃO A ASSUMIR  
RISCOS SÃO INVESTIMENTOS MAIS SEGUROS***

II – Política de Divulgação de Informações: para ter acesso a planos e aos desempenhos alcançados pela firma, os bancos, principalmente, se baseiam em relatórios elaborados pelos executivos.

Os relatórios financeiros fornecem informações sobre o desempenho empresarial, sendo críticos para o processo de governança corporativa. Todos os

*stakeholders*, em especial os bancos, utilizam relatórios financeiros para ter acesso a planos e a desempenhos das firmas e de seus executivos.

Os relatórios financeiros têm especial importância quando os gerentes tem informações privilegiadas sobre as estratégias empresariais e os bancos suspeitam que tais executivos têm incentivos para não divulgar completamente estas informações.

Elaborados pelos princípios fundamentais de contabilidade, freqüentemente os usuários devem fazer ajustes para que tais demonstrações reflitam a realidade econômica, fazendo com que esses princípios sejam motivos de críticas por imporem custos de pesquisa ao usuário. Embora tais princípios sejam adotados para restringir a possibilidade de os gerentes distorcerem as informações financeiras, as regras aumentam as diferenças de conhecimento sobre o negócio entre os administradores e os bancos. Este fato pode ser contornado através de eficazes estratégias de divulgação, que facilitem a tarefa de os analistas externos criarem informação privada a partir de informações públicas.

As expectativas do mercado financeiro sobre os relatórios financeiros publicados podem ser resumidas em redução de seus custos de ajustes às informações. Os bancos têm acesso impreciso ao desempenho da empresa, porque é difícil para eles separarem os vieses causados pelas regras de contabilidade, que permitem que o conhecimento superior dos executivos seja tanto uma fonte de valor como de distorções das informações financeiras. Não sendo capazes de corrigir as distorções completamente, os bancos descontam o desempenho da empresa refletido nos relatórios financeiros.

Os executivos podem adotar políticas de divulgação que sejam mais ou menos custosas para que os usuários externos entendam o quadro econômico da firma. Conforme Palepu (1994: 1-7), os benefícios de divulgarem relatórios que atendam às expectativas do mercado, comunicando uma visão dos executivos para céticos analistas, com credibilidade, podem ser:

- Redução da assimetria informacional entre executivos e o mercado: a redução dos custos causados pela assimetria de informações entre executivos e bancos facilitam a execução de projetos que comprometam os lucros informados no curto prazo.

- Evitar perda de credibilidade dos executivos pelo uso de estratégias de divulgação que abram margem a especulações sobre manipulações das opiniões do mercado financeiro.

É os riscos desta divulgação são:

- Deterioração da posição competitiva da empresa: a divulgação de informações privadas e suas conseqüências econômicas podem prejudicar a empresa e beneficiar suas concorrentes
- Em momentos de crises, a informação deve ser completa e oportuna: Nesta situação, a divulgação pode ser vista como uma incapacidade de resolver problemas internamente pela organização.

A eficácia da divulgação de informações que reduzam os custos de pesquisa dos analistas financeiros gerou a afirmação 14 do questionário, que reduz os custos de falência e diminui o custo do capital.

***A PRÁTICA DE DIVULGAÇÃO DE RELATÓRIOS E DEMONSTRAÇÕES  
FINANCEIRAS QUE ATENDAM ÀS EXPECTATIVAS DO MERCADO É UM  
FATOR RELEVANTE PARA A EMPRESA***

Atitudes oportunistas e assimetria de informações entre empreendedores e sócios majoritários e o mercado financeiro podem afetar a disponibilidade de crédito pelo fato de que o simples aumento de taxas tem um efeito seletivo perverso: a qualidade do crédito diminui. Com este efeito, os bancos preferem restringir o empréstimo ou capital de risco disponíveis, conforme mencionado por Compers (2001: 4).

Os mecanismos para acesso maior a recursos passa por um estreitamento do relacionamento com o mercado financeiro, como:

- Apresentação e discussão detalhada do plano de negócios;
- Apresentação de um proprietário com reputação que concorda com os termos do contrato;
- Fornecimento periódico de informações sobre a evolução do negócio;
- Inclusão de um representante do banco no conselho de administração.

O relacionamento com o mercado financeiro para o fornecimento de recursos de se fazer grandes investimentos de capital pode fazer com que os custos de

falência se reduzam e, também, o custo do capital. Isto gerou a afirmação 57 do questionário.

### ***É IMPORTANTE QUE A EMPRESA TENHA CAPACIDADE DE FAZER GRANDES INVESTIMENTOS DE CAPITAL***

Estudos no campo da psicologia indicam que as pessoas freqüentemente utilizam "regras de bolso" ou heurísticas pré-estabelecidas na tentativa de reduzir decisões complexas, como a de tentar prever qual será o valor de um investimento. As heurísticas são exclusivas de cada pessoa.

Adicionalmente a este viés, podem ocorrer:

- Força de vontade limitada: as pessoas têm tendência a dar maior ênfase aos assuntos imediatos em relação aos futuros, o que leva a diversas motivações inconsistentes com os interesses de longo prazo, tal como deixar de fazer aposentadoria.
- Egoísmo limitado: ao contrário do agente econômico estereotipado, as pessoas se preocupam com os resultados das demais.

Usualmente os tomadores de decisões não possuem informações importantes acerca da definição do problema, clareza de critérios e objetivos. Além disso, existem restrições de tempo e custo que limitam a quantidade e qualidade das informações e a própria capacidade mental do decisor restringe o volume de dados, critérios, cenários e alternativas que podem ser devidamente levados em consideração no cálculo de uma decisão ótima.

Em função destas limitações, os decisores normalmente buscam soluções satisfatórias, em detrimento das "ótimas".

Se, por um lado, as heurísticas permitem economia de recursos e aumento da velocidade do processo decisório, por outro, estes benefícios devem ser continuamente ponderados contra o potencial de redução na qualidade da decisão. Se, na maioria dos casos, as heurísticas podem apresentar resultados satisfatórios, em outras situações podem levar a grandes erros, principalmente quando o decisor passa a utilizar estas "regras de bolso" mesmo sem estar ciente disto.

As heurísticas são (Bazerman, 2002: 6-8):

- De disponibilidade: as pessoas associam a frequência, a probabilidade e as causas prováveis de um evento ao grau com que estes eventos se encontram “disponíveis” em sua memória.
- De representatividade: Ao julgar um indivíduo, objeto ou evento, as pessoas tendem a procurar traços que correspondam a estereótipos pré-definidos.
- De ancoragem e ajustamento: as pessoas tomam decisões partindo de um ponto inicial e se ajustando para atingir uma decisão final.

O uso não-apropriado destas heurísticas pode levar as pessoas a cometerem erros sistematicamente viesados. Tratando-se de avaliação de empresas, compete à firma investir em relacionamentos com o mercado financeiro que reduzam tais vieses, possibilitando adiar a ocorrência de custos de falência para níveis mais altos de endividamento, o que reduz o custo do capital. A ocorrência de vieses nas avaliações gerou a afirmação 30 do questionário.

### ***NO PROCESSO DE AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA OS ASPECTOS SUBJETIVOS SÃO MUITO IMPORTANTES***

III – Reputação da Empresa: a boa reputação da empresa permite acesso a fontes mais baratas de capital

É reconhecido que as decisões em empresas familiares são influenciadas pelas emoções e desejos dos membros da família. Com o favorecimento exercendo uma influência negativa e a empresa se movendo em direção para honrar a tradição da família em vez de suas necessidades e propósitos, a reputação da firma é afetada junto ao mercado financeiro. Adicionalmente a isto, as informações divulgadas pela empresa familiar falham em mostrar ativos e passivos que a família possui separadamente dos usados nas operações da empresa.

A desconfiança com a possível expropriação da riqueza dos não relativos pela empresa familiar pode prejudicar a imagem da organização a ponto de antecipar a ocorrência dos custos de falência e aumentar o custo do capital, o que **gerou a afirmação 29 do questionário.**

## ***AS ORGANIZAÇÕES FAMILIARES NÃO SÃO BEM VISTAS NO MERCADO***

### **B) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM FORNECEDORES**

I – Reputação da Empresa: a reputação da empresa permite o acesso a melhores formas de pagamentos.

Muitas empresas empregam uma variedade de estratégias para gerenciar suas contas a pagar. O primeiro objetivo é estabelecer uma boa avaliação de crédito. A forma mais comum para uma empresa receber condições favoráveis de pagamento é estabelecer uma credibilidade por pagar as contas em dia. Depois de estabelecido um bom histórico de crédito com um dado fornecedor, aquele fornecedor freqüentemente estenderá as condições para reter a empresa como cliente. A reputação pode ser alavancada com boas referências de alguns fornecedores selecionados.

Quando as empresas tiverem excedentes de caixa ou então fontes de financiamentos mais favoráveis, pode ser vantajoso pagar as contas antecipadamente, obtendo significantes descontos. As favoráveis fontes de financiamento podem vir inclusive de outros fornecedores, que receberão com atraso. Neste caso, a empresa tratará alguns fornecedores como sendo mais importantes para os negócios do que outros, por serem os únicos fornecedores ou concomitantemente clientes, por exemplo. A estratégia de priorização de pagamentos faz com que em crises de caixa tais fornecedores tenham seus contratos cumpridos.

Outra estratégia é testar os acordos com fornecedores, identificando os limites de crédito. Ela consiste em atrasar propositadamente as contas em alguns dias para verificar se serão notificadas e percebidas pelo fornecedor: as empresas testam os termos do acordo de pagamento para entenderem qual é o máximo tempo em que eles podem pagar suas contas sem prejudicar as relações bilaterais.



Em situações de crise de caixa, a empresa pode adotar políticas de pagamento de parte da conta, tendo que comunicar aos fornecedores sobre as esperadas datas de pagamento, permitindo ajustarem seus planejamentos.

A eficácia de manter uma cultura de pagamento em dia das contas a pagar da empresa ou então implementar estratégias intencionais de atraso com frequência gerou a afirmação 4 do questionário, que pode reduzir os custos de falência com relacionamento com fornecedores.

### ***A CULTURA DA EMPRESA EM PAGAR SUAS OBRIGAÇÕES EM DIA É VALORIZADA PELO MERCADO***

#### **C) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM FUNCIONÁRIOS**

I – Diversidade da Força de Trabalho: engloba identidades entre grupos de funcionários das organizações, definidos por sexo, raça, religião e idade, entre outros.

As razões que levam uma organização a gerenciar sua diversidade são (Gentile, 1995: 5-21):

- Pressões regulatórias: feita por meio de lei e pode representar uma pressão efetiva em ganhar a atenção de empresas que, de outra forma, não implementariam incentivos à diversidade. Podem causar um comprometimento relutante por parte da alta administração, abortar respostas criativas e construtivas por parte da organização e serem ambíguas, por mudarem conforme os desejos políticos do país em que a empresa se encontra.
- Mudanças no perfil demográfico da força de trabalho: faz com que seja importante a contínua mudança da diversidade cultural em linha com as mudanças esperadas de longo prazo no perfil demográfico do país. Podem causar reações negativas às mudanças por parte da atual força de trabalho e é real motivador de atenção à diversidade.
- Aumento das transações internacionais: é um real motivador das atenções à diversidade.
- Diversificação da base de clientes: é um motivador no tocante à necessidade de entendimento das preferências de uma base de consumidores que muda a todo instante e reflete os desejos das atuais minorias. Quando levada ao extremo pode

segregar demasiadamente os mercados e o desenvolvimento profissional das minorias.

- Pressão externa da comunidade, religião ou outros grupos políticos: tem uma clara reação do mercado consumidor e é similar às pressões externas por meio de leis, em termos de riscos para a organização.
- Pressões internas dos funcionários: altas taxas de rotatividade de pessoal e baixos desempenhos impulsionam a empresa a adotar políticas claras de diversidade.
- Comprometimento pessoal: a transparência e a consistência do comprometimento dos executivos é o fator que trará sucesso para a empresa em implementar políticas de diversidade sem causar reações adversas por parte das maiorias.

Os benefícios e os riscos da adoção de diversidade na força de trabalho são avaliados pelo mercado financeiro ao estabelecer o valor da empresa e sua capacidade de crédito. Neste sentido, o relacionamento junto à força de trabalho para gerenciar a diversidade pode adiar os custos de falência, dependendo da visão que o mercado tem da eficácia destas medidas. Esta controvérsia gerou a **afirmação 9 do questionário**.

***A DIVERSIDADE SÓCIO-CULTURAL DA MÃO-DE-OBRA PROPORCIONA IMAGEM MAIS POSITIVA PARA UMA ORGANIZAÇÃO EMPRESARIAL***

Quando relacionados ao comando da organização, os preconceitos podem ser mais claros. O estabelecimento do valor da empresa e sua conseqüente capacidade de crédito terão um tratamento diferenciado no caso de serem encontrados minorias raciais e mulheres em postos da alta administração, o que representa uma clara política de gestão da diversidade. Isto pode influir nos custos de falência, dependendo da visão que o mercado financeiro tem da eficácia destas medidas. Esta controvérsia gerou a **afirmação 11 do questionário**.

***EMPRESAS QUE AINDA TÊM PRECONCEITOS RACIAIS E/OU SEXUAIS COM RELAÇÃO À OCUPAÇÃO DE POSTOS DE COMANDOS SÃO VISTAS COM MAUS OLHOS POR INVESTIDORES***

**D) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM A COMUNIDADE**

I – Responsabilidade Social: as ações empresariais em prol da comunidade.

Vista de uma maneira ampla como sendo a responsabilidade junto à comunidade, Brown (2001: 3) identifica três questões que auxiliam a avaliar os valores da empresa que podem ser contrapostos às visões dos investidores sobre a importância de políticas junto à comunidade:

- A empresa está comprometida com a comunidade: além de fazer contribuições financeiras para instituições do terceiro setor é necessário também encorajar seus empregados a terem atividades junto à comunidade.
- Ser um ativo para o meio ambiente: buscar renovar as riquezas naturais e extrair recursos de uma maneira que minimize os danos para o planeta.
- Envolvimento construtivo em um bom governo: apoio a partidos ou candidatos que promovam o interesse social, sendo que tal apoio deve ser visível e legal.

Estando os investidores comprometidos com estas visões, eles irão valorizar empresas socialmente responsáveis. Este comprometimento é avaliado pela afirmativa 22 do questionário, que sua concordância permite diminuir os custos de falência e o custo do capital.

***A EMPRESA SOCIALMENTE RESPONSÁVEL É FRUTO DE VALORES, CRENÇAS, ESTRATÉGIAS E VISÕES DO FUTURO, PROJETANDO IMAGEM POSITIVA PARA OS INVESTIDORES***

Normalmente, as empresas são governadas por seus próprios procedimentos operacionais, que se referem a regras específicas, responsabilidades dos diretores e certas obrigações legais. Os códigos são vistos como documentos vivos e em constante adaptação, com credibilidade e alto valor.

Os ensinamentos religiosos têm a propriedade de serem códigos transparentes, comunicáveis e com altos padrões éticos, morais e de qualidade. Eles garantem que uma empresa faça negócios socialmente responsáveis, honestos e que evitem a expropriação de riqueza de outras pessoas ou empresas. Os códigos de negócios baseados em orientações religiosas complementam as legislações comerciais que regulam as transações comerciais numa comunidade.

Como exemplos de posicionamentos religiosos referentes aos negócios, podem ser citados os seguintes preceitos, conforme o artigo *Invoking the divine for guidance to good business practices* (vide bibliografia):

- No Islamismo: é errado para uma pessoa vender produtos sem explicar para o comprador os detalhes dos mesmos.
- No Cristianismo: a religião faz as pessoas ricas, se esta pessoa é contente com o que ela tem.
- No Hinduísmo: é proibido para um comerciante misturar um produto com outro e passá-lo como produto puro e original.
- No Budismo: conduza seu negócio de uma maneira correta e você entrará no Palácio de Deus.
- No Confucionismo: a riqueza deve ser ganha justamente e através de meios éticos.

Todos os códigos parecem buscar guias de ações para mitigar negócios que prejudiquem o bem-estar da comunidade. Empresas com orientações religiosas, seguindo-os, estarão estabelecendo relações claras com as comunidades, cujos princípios podem estar de acordo com as visões dos investidores. Esta aderência de princípios e a positiva reação da comunidade podem reduzir os custos de falência e o custo do capital, gerando a afirmativa 32 do questionário.

### ***EMPRESA QUE TENHA ORIENTAÇÃO RELIGIOSA É MAIS INTERESSANTE DO QUE OUTRA QUE SEJA NEUTRA NESTA QUESTÃO***

Como nem todos os códigos podem ser escritos, a imposição de ações baseadas na formação religiosa dos administradores pode ser mais eficaz em estabelecer programas de responsabilidade social, reduzindo os custos de falência e o custo do capital, gerando a afirmativa 31 do questionário.

### ***A FORMAÇÃO RELIGIOSA DO EMPRESÁRIO PODE AFETAR POSITIVAMENTE AS DECISÕES EMPRESARIAIS***

A controvérsia sobre a viabilidade de se ter atividades junto à comunidade sob a ótica dos benefícios advindos do prêmio no preço pago pelos consumidores

em contraposição aos custos adicionais de tais programas faz com que as empresas que executem estas políticas possam diminuir seus custos de falência e seu custo do capital. A afirmação 21 do questionário espelha esta questão.

***É INTERESSANTE INVESTIR NUMA EMPRESA QUE DEMONSTRE RESPONSABILIDADE SOCIAL***

Tem sido notado um aumento da preocupação por questões sociais. A responsabilidade empresarial, há uma geração tida como sendo maximizar o desempenho financeiro para os proprietários, está sendo substituída, desde a última geração, pelos critérios sociais (Brown, 2001: 3). A necessidade da verificação deste movimento gerou a afirmação 25 do questionário, que pode reduzir os custos de falência e o custo do capital.

***OS DONOS DO CAPITAL NUNCA ESTIVERAM TÃO PREOCUPADOS, COMO AGORA, EM INVESTIR EM EMPRESAS ÉTICAS***

**E) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM OS PROPRIETÁRIOS**

**I – Responsabilidade Social:** as ações empresariais em prol da comunidade.

As políticas da empresa são ratificadas pelos proprietários, que buscam privilegiar seus interesses. Para satisfazer suas necessidades, as empresas necessitam dar atenção para um vasto tipo de proprietários, cada um com um interesse diferente, como por exemplo:

- Financeiros: desejam retornos financeiros no curto prazo através da venda de suas ações pelo maior preço possível.
- Sinérgicos: a empresa da qual é acionista é parte das transações comerciais de outras empresas de seu interesse.
- Arbitrários: tem o controle imposto por uma forma legal.
- Para valor: tem interesse no sucesso da empresa da qual é acionista no longo prazo.

Os proprietários voltados para o valor estão mais interessados no equilíbrio da relação da empresa com os outros *stakeholders*, sendo mais comum serem

fundos de investimentos. O foco da atuação do administrador financeiro em maximizar o valor da empresa tem o proprietário com interesse para valor como o objetivo. A viabilidade de se implementar relações com os investidores para demonstrar a importância de uma visão de longo prazo no planejamento **gerou a afirmação 18** que garante o equilíbrio nas relações com os outros *stakeholders* e a redução dos custos de falência e do capital.

### ***O EMPRESÁRIO BRASILEIRO QUE ACHA QUE O MUNDO É DOS ESPERTOS PREJUDICA A IMAGEM DE SUA ORGANIZAÇÃO***

II – Política de Divulgação de Informações: para ter acesso ao capital, a empresa deve informar as condições financeiras em que se encontram seus proprietários.

Em virtude disto, os fornecedores de fundos buscam sólidas parcerias de investimentos que possam construir empresas mais valiosas. Um sócio que tenha as seguintes habilidades pode ser agraciado com um bom potencial para prover altos retornos aos investidores (Robinson, 2000: 5):

- Conhecimento técnico e industrial;
- Relacionamento com fornecedores;
- Alianças com importantes indústrias complementares;
- Modelos de negócios com potencial para crescer;
- Capacidade de entrar em nichos de mercado com alto poder de negociação;
- Gerenciamento de uma sólida equipe;
- Habilidade de alavancar uma relação com outra parte capaz de fornecer crédito para a empresa.

Esta capacidade de prover altos retornos representa um grande poder para os proprietários, que, associado ao reduzido tempo disponível para os fornecedores de fundos exercerem o monitoramento da empresa, reduz os custos de transação para os mesmos e, conseqüentemente, os custos de falência e o custo do capital para a empresa.

Este é o efeito da confiança dos capitalistas de risco na capacidade de a empresa atingir suas metas, o que aumenta a sua propensão a investir, e pode ser viabilizado por um relacionamento com os proprietários que os convença a divulgar suas habilidades. A viabilidade desta política gerou a afirmação 62 do questionário.

**É IMPORTANTE TER ACIONISTAS DE PESO COM PARTICIPAÇÃO RELEVANTE PORQUE FACILITA MAIOR ACESSO AO CRÉDITO**

III – Gestão do Desempenho das Ações: a liquidez e os direitos concedidos pelas ações são componentes importantes na preferência do investidor.

A dependência do valor da empresa à liquidez de seus títulos foi sintetizada por Amihud e 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.

Adicionados às diminuições destes custos de transação, uma ação com alta liquidez possibilita:

- Diversificação: o investidor pode diminuir a exposição de seu patrimônio ao risco

- Estabelecimento de um preço justo para a ação: é composto pela opinião e julgamento de vários agentes. Estes efeitos positivos são contrapostos à possível manipulação dos preços pelo mercado financeiro de acordo com seus interesses.
- Validade como colateral: as ações com liquidez são mais aceitas como garantias para captação de empréstimos.
- Aumento da flexibilidade do patrimônio: as ações podem ser vendidas quando necessário.

Estas características das ações podem facilitar a obtenção de capital por aporte de capital de novos proprietários e gerou a afirmação 60 do questionário, que reduz os custos de falência e o custo do capital.

### ***ALTA LIQUIDEZ DE AÇÕES REPRESENTA MAIOR FACILIDADE DE CONSEGUIR SÓCIOS***

A atratividade de ações com alta liquidez para os investidores, pode ser proporcionada, ainda, pelos fatores:

- Implementação de um programa de remuneração variável: os conflitos entre executivos e proprietários podem ser minimizados com a possibilidade de pagar salários com ações e opções de ações. Esta prática tem o efeito negativo de poder fazer com que os executivos se engajem em disputas pelas distribuições das ações.
- Facilidade para fusões e aquisições: o estabelecimento de um preço justo e a possibilidade de pagamento em ações aumentam o raio de ação da administração em promover estratégias de expansão por aquisições.
- Satisfação pessoal: os proprietários de uma companhia negociada em bolsas de valores são considerados bem sucedidos e mais reconhecidos.
- Maior garantia de direitos: os órgãos reguladores preservam os direitos dos investidores, como o pagamento de dividendos.

Há fatores negativos associados a empresas com ações líquidas relacionados à interferência do mercado financeiro sobre o desempenho da empresa. Analistas, investidores e concorrentes ganham acesso a informações que não são visíveis em companhias fechadas e exercem uma pressão por resultados de curto prazo. Isto faz



com que haja uma exigência constante por indicadores como o lucro publicado na imprensa, o que impede que a administração esteja totalmente livre para atuar no interesse do negócio.

A liquidez das ações como atrativo para o investidor acarreta benefícios e problemas, que geraram a afirmação 59 do questionário, que avalia a viabilidade do relacionamento com os proprietários através da gestão da liquidez das ações num mercado secundário, o que poderá reduzir os custos de falência e o custo do capital.

### ***EMPRESAS COM ALTA LIQUIDEZ DE AÇÕES SÃO MAIS ATRAENTES PARA INVESTIDORES***

A concentração do controle acionário da empresa tem sido mencionada como redutora da eficiência das empresas e inibidora das ações empreendedoras.

O controle acionário concentrado pode associar a marca do acionista controlador, fortalecendo as deficientes marcas existentes principalmente em mercados emergentes, que não têm as instituições bem desenvolvidas, como agências reguladoras do mercado de capitais, bancos de investimentos, firmas de auditoria e escolas de negócios. Este fator, associado com a função desempenhada pelo controlador junto aos intermediários financeiros e a necessidade de uma efetiva coordenação financeira e de recursos humanos, faz com que a concentração do controle acionário seja preferida em ambientes institucionais fracos.

No entanto, esta forma de controle diminui a necessidade de informar as estruturas de governança corporativa, o que impõe objetivos não relacionados com a lucratividade. Uma grande distorção causada por objetivos não relacionados ao lucro é o excessivo financiamento com dívidas, para permitir a manutenção do controle por famílias, dadas as restrições de capital e a utilização de favorecimentos na gestão da empresa.

Estando associada com o perfil institucional do ambiente em que a empresa opera, o relacionamento com os investidores que possibilite o exercício de uma política de pulverização do capital gerou a afirmação 61 do questionário, o que pode reduzir os custos de falência e o de capital.

***EMPRESA COM CONTROLE ACIONÁRIO CONCENTRADO NÃO É TÃO BOA QUANTO A QUE TEM UM CONTROLE ACIONÁRIO PULVERIZADO***

**F) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM OS EXECUTIVOS**

I – Reputação da Empresa: a reputação da empresa permite o acesso a melhores formas de pagamentos.

A confiança nas habilidades do líder da empresa em administrar a cultura, os recursos humanos e os mercados em que a empresa atua gera conforto por parte do mercado financeiro.

O fator competência é preponderante na redução da apreensão dos fornecedores de recursos. No entanto, os incentivos para que tal atuação ocorra têm causado várias práticas arriscadas, conflitos de interesse e mecanismos societários para manipular resultados contábeis. Neste contexto, o padrão de atuação do executivo requer que suas tarefas sejam pelos melhores interesses da corporação, ao invés de privilegiarem os acionistas que exigem recursos de curto prazo. Este é o fator reputação junto ao mercado.

A importância de se monitorar um relacionamento entre os executivos para manter a competência e a reputação junto ao mercado financeiro gerou a afirmação 63 do questionário, o que permite reduzir custos de falência e de capital.

***EMPRESAS QUE TÊM EXECUTIVOS COMPETENTES E RECONHECIDOS TÊM MAIOR FACILIDADE DE ACESSO AO CRÉDITO***

**G) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM A MÍDIA**

I – Reputação da Empresa: a avaliação da firma pelos *stakeholders* influencia na imagem da marca.

As políticas de comunicação são complexas e levam à possibilidade de escolher uma ampla gama de meios de comunicação. Para realizar esta tarefa, a

empresa pode se valer de agências especializadas, as quais fornecem informações especializadas para todos os *stakeholders*. Suas estratégias englobam:

- Mídia de massas: televisão, revistas e jornais populares.
- Mídia seletiva: rádios, revistas e jornais especializados.
- Mídia individual: vendas pessoais e malas diretas.

Para escolher os melhores meios de comunicação, é necessário (Star e Quelch: 1992: 1-10)

- Certificar-se de que o meio escolhido atingirá a audiência que se planejou.
- Que ela seja apropriada para a mensagem transmitida
- Levar em conta as diferenças de custos

A aparência física das instalações da empresa é o lugar em que todos os elementos das vendas, consumidores, dinheiro e produto, estão juntos. A sua influência na decisão de compra pode ser fundamental e ser um critério para valorar a empresa, além de causar boa impressão junto a todos os *stakeholders*. Ocorrerá, com uma boa gestão da aparência física das instalações, uma redução dos custos de falência e do custo do capital, o que gerou a afirmação 33 do questionário.

### **A APARÊNCIA FÍSICA DAS INSTALAÇÕES VALORIZA A EMPRESA AOS OLHOS DO INVESTIDOR**

A embalagem tem várias funções além de ser capaz de conter o produto, já que atrai a atenção do consumidor e de todos os *stakeholders*. A fácil e clara identificação das marcas levam a reputação da empresa aos produtos, o que aumenta o valor da empresa, reduzindo os custos de falência e o custo do capital. A importância da atenção dada a mídia que executa a gestão da imagem empresarial que se reflete na embalagem dos produtos da empresa gerou a afirmação 34 do questionário.

### **EMBALAGEM ATRATIVA VALORIZA A IMAGEM DO PRODUTO E DA EMPRESA**

Uma bem projetada comunicação visual atrai a atenção, facilita a identificação da empresa, informa o *stakeholder* e o diverte. Isto estimula seu relacionamento com a empresa e leva ao aumento do valor da empresa com a conseqüente redução dos

custos de falência e do capital. Sua importância gerou a questão 35 do questionário.

## ***A COMUNICAÇÃO VISUAL DA EMPRESA VALORIZA SUA IMAGEM***

### **11.3 – Relativos às Políticas de Dividendos**

#### **A) REFLETEM RELACIONAMENTOS COM PROPRIETÁRIOS**

I – Política de Divulgação de Informações: uma transparente política adotada melhora a interpretação das informações que formam as expectativas dos acionistas.

O foco do planejamento dos dividendos, levando-se em consideração que o proprietário pode trocar dividendos por ganhos de capital, direciona a empresa a adotar uma abordagem residual, que necessita de um mercado líquido para as ações da empresa. Este tipo de política, se importante, acarretará um menor custo do capital próprio e gerou a afirmativa 65 do questionário.

#### ***BOA EMPRESA É AQUELA QUE PODE ATÉ COMPROMETER E/OU REDUZIR O PAGAMENTO DOS DIVIDENDOS, MAS NÃO DEIXA DE INVESTIR***

A informação contida nos dividendos pode ser importante para diminuir a assimetria de informações entre o mercado financeiro e a empresa. Neste caso, as empresas que pagam dividendos acima da média da indústria sinalizam uma empresa com projetos mais competitivos do que as outras, visto que seus custos operacionais podem ser menores ou, então, por maior facilidade de chamar capital. Este fato reduz o custo do capital próprio e gerou a afirmativa 64 do questionário.

#### ***É IMPORTANTE QUE A EMPRESA PAGUE DIVIDENDOS ACIMA DA MÉDIA DE SEUS CONCORRENTES***

Sendo satisfeitas as necessidades dos acionistas, os efeitos danosos de trocas constantes de controle ou de maior volatilidade dos preços das ações são

evitados, o que reduz o custo do capital próprio e gerou a afirmativa 66 do questionário.

### ***BOA EMPRESA É AQUELA QUE TEM POLÍTICA DE PAGAMENTO DE DIVIDENDOS ESTÁVEIS E REGULARES***

O gerenciamento dos lucros consiste na emissão de relatórios de resultados que busquem mais satisfazer as expectativas de resultados que há, por parte do mercado financeiro, do que refletir propriamente a realidade econômico-financeira da empresa (Collingwood, 2001: 67).

A dinâmica do gerenciamento do lucro tem ocorrido em mercados em que as informações sobre o lucro contábil podem influir fortemente sobre os preços das ações, e os atores desta gestão são:

- Executivos: com suas remunerações variáveis baseadas nos lucros ou em ações;
- Analistas de títulos do mercado de capitais: os bônus e a reputação dos mesmos dependem fortemente das previsões dos lucros das empresas que fazem cobertura;
- Investidores: lucram com o atingimento das expectativas do mercado e perdem se isto não ocorrer;
- Firmas de auditoria: ajudam os clientes sugerindo alguns procedimentos contábeis e aproveitando as sinergias com seus negócios de consultoria.

O jogo entre estes atores é válido para companhias abertas, sejam elas no país hospedeiro ou no país da matriz.

A importância do lucro, para o proprietário, está em acompanhar a estratégia da empresa e as condições do negócio, apurando as variações em relação às suas expectativas. Para as empresas, a importância pode ser visualizada na proteção de três *stakeholders*: os acionistas, os executivos e o mercado financeiro.

A proteção dos acionistas ocorre pela certeza de que, ao manter as expectativas dos analistas sem grandes variações, os títulos se tornam um investimento com baixo risco e isto ocasiona o maior retorno possível aos acionistas de curto prazo. Esta linearização do retorno é obtida, principalmente, pelo contato estreito que a administração da empresa estabelece com o mercado financeiro, o que garante que a sua área de relações com os investidores seja a primeira fonte de

informação para o mercado de capitais. Os executivos fornecem os dados que os analistas necessitam para construir seus modelos, que refletirão o pensamento da própria administração. Os analistas, assim, não terão incentivos para buscar fontes que não concordem com as expectativas da administração ou trabalhem com informações maléficas para seus interesses.

Os executivos também podem se proteger de informar notícias ruins sobre a empresa, estabelecendo uma base comparativa de relatórios contábeis que incapacite um analista de verificar um evento desfavorável. Este efeito é mais forte em empresas com baixa credibilidade, em que a recuperação pode ser abalada por um único trimestre com resultados ruins.

Os analistas, na figura do mercado financeiro, são os intermediários entre os acionistas e as empresas e têm interesse em figurar bem nos *rankings* que os classificam entre seus colegas de profissão e são publicados pelas revistas especializadas. Adicionalmente, eles podem criar uma forte demanda por títulos, que agrada seus patrões.

A execução do gerenciamento do lucro é feita pela flexibilidade que as regras contábeis podem oferecer. Estas flexibilidades foram resumidas em "campos minados" por Sherman e Young (2001: 129-136):

- Mensuração da receita e seu reconhecimento: para algumas empresas definir o que é receita e apontar seu momento de reconhecimento requer julgamento e as empresas podem contabilizar receitas que não serão recebidas.
- Provisões para incertos custos futuros: as empresas não conseguem estimar precisamente quais são alguns de seus custos futuros, permitindo com isto a diminuição destes para aumentar lucros ou a superestimação dos mesmos para reduzir lucros atuais para poder aumentá-los quando necessário. Isto encobre as ineficiências da administração.
- Avaliação dos ativos: os ativos são informados pelo valor de compra deduzido da depreciação acumulada. Tal mensuração requer a estimativa da vida útil do bem, que pode mudar de acordo com as motivações da administração da empresa, na contabilidade gerencial.
- Transações com partes relacionadas: as empresas fazem transações com empresas que controlam ou que são suas controladoras, sendo estas empresas em outros negócios, acionistas e clientes, entre outros. Através destas

transações, a administração da empresa pode aumentar ou diminuir lucros em favor dos gerentes ou grupos de acionistas.

Os interesses por um gerenciamento do lucro ocorrem pelos atores colocados em questão. No entanto, efeitos maléficos são encontrados (Collingwood, 2001, 67):

- O valor preditivo das peças contábeis fica comprometido: as análises de investimentos são conduzidas com parcialidade pelos executivos das empresas;
- Distorce a tomada de decisão empresarial: os executivos tomam ações que não levarão ao melhor desempenho no longo prazo;
- Compromete a integridade dos auditores “independentes”: destrói a credibilidade dos relatórios financeiros.

Estes efeitos maléficos enfraquecem o mercado de capitais, o que compromete sua sobrevivência, já que os seus participantes não visualizam uma conexão entre os preços das ações e o valor intrínseco das empresas emissoras. Nesta situação, os acionistas com interesses de longo prazo e a comunidade em geral são prejudicados. O danoso efeito sobre a economia é inquestionável.

A utilização do lucro por si só, pode levar a enganos. Desta forma, um composto de medidas de desempenho tem sido utilizado, para fazer com que o interessado em analisar uma empresa tenha um quadro mais completo.

A eficácia do gerenciamento do lucro constitui um relacionamento direto com o proprietário e pode reduzir o custo do capital próprio, o que gerou a afirmativa 67 do questionário.

### **EMPRESA QUE ATINGE OS RESULTADOS (LUCRO) ESPERADOS PELOS ACIONISTAS TEM MAIOR VALOR**

#### **11.4 – Análise dos Dados**

A análise dos dados foi esquematizada de forma a permitir:

- ↳ A verificação do grau de importância do relacionamento da empresa com seus *stakeholders* e conseqüentemente a hierarquização dos relacionamentos com os grupos em importância;
- ↳ Identificar os padrões de relacionamento com os *stakeholders* que sejam importantes para a criação de valor

De posse das respostas dos 106 respondentes sobre a importância para criar valor, refletidas em conceitos de 1 a 6, foi dado o início da análise estatística dos dados visando atingir os objetivos da pesquisa e do trabalho.

Denominando as 67 questões que refletem os fatores que agregam valor à empresa de  $R_n$ , onde  $n$  é o número da questão, esteve disponível para a análise um conjunto de respostas  $R_n$ , sendo que  $n$  vai de 1 até 67, para cada um dos 106 respondentes. Sendo cada respondente denominado genericamente por  $k$ ,  $k$  indo de 1 até 106, tem-se uma matriz  $k \times n$  que representam todas as respostas  $R_{kn}$ .

### 11.5 – Relacionamento das questões com os *stakeholders*

No intuito de estimar a importância dos *stakeholder* para a criação de valor da empresa, o conjunto de respostas ( $R_1, R_2, \dots, R_{66}, R_{67}$ ) foi relacionado com os *stakeholders* relacionados no item 9 deste capítulo. Para caracterizá-los ainda mais, foi feita uma desagregação destes *stakeholders*.

#### 11.5.1 – Desagregação do *Stakeholder* Cliente

As organizações podem avaliar as demandas dos clientes através de duas maneiras:

- a) uma estratégia em que o aprendizado e o entendimento sobre o consumidor é o foco, fazendo com que os consumidores sejam monitorados individualmente: relacionados aos *stakeholders* que atuam nos canais de distribuição.

Dentre as questões relacionadas aos clientes, as que avaliam este tipo de relacionamento são as afirmações:

Afirmação	Justificativa
41	satisfazer e fidelizar clientes envolve um relacionamento individual
49	O processo de distribuição é, por natureza, projetado para necessidades individuais
48	Os serviços agregados são efetuados em atendimentos individuais

Quadro 23 – Justificativa da desagregação de clientes em canais de distribuição



- b) uma estratégia em que o consumidor é atendido conforme os benefícios que seu perfil genérico traz para a empresa. Deste modo, a seleção dos clientes é feita tratando-os como componentes de uma carteira.

Dentre as questões relacionadas aos clientes, as que avaliam este tipo de relacionamento são as afirmações:

Afirmação	Justificativa
2	A estabilidade da receita total é obtida através da seleção de uma carteira que minimize o risco de mercado
51	A carteira de clientes diversificada é obtida analisando perfis de grupos de clientes semelhantes
46	As políticas de promoções e preços são feitas para nichos de mercado, em que não é necessário individualizar demais os clientes

**Quadro 24** – Justificativa da desagregação de clientes em consumidores agregados

### 11.5.2 – Desagregação do *Stakeholder* Funcionário

Os funcionários podem ser caracterizados pela capacidade que têm em formar o capital estrutural da organização.

- a) Funcionários com acesso e capacidade de formação do capital estrutural

Afirmação	Justificativa
36	Sistemas de tecnologia de informação permitem o acesso e a formação do capital estrutural pelos funcionários.
37	Computadores com boa performance facilitam o acesso e a formação do capital estrutural pelos funcionários.
38	A melhoria dos processos produtivos é feita através do acesso e, concomitantemente, forma o capital estrutural.
39	A capacidade de inovação da empresa é feita através do acesso e, concomitantemente, forma o capital estrutural.
6	O processo de planejamento e controle financeiro facilita o acesso e formação do capital estrutural da empresa através da reflexão que propicia sobre a empresa.

**Quadro 25** – Justificativa da desagregação de funcionários em formadores do capital estrutural

- b) Funcionários que são incentivados por terem capital humano, sem necessariamente convertê-lo em capital estrutural

Afirmação	Justificativa
8	A rotatividade dos empregados só compromete a empresa no caso de o capital humano não ter sido convertido em capital estrutural
20	O ambiente cooperativo para facilitar a organização dos processos é mais importante num ambiente em que a fonte de vantagem competitiva não está baseada em capital estrutural
10	A remuneração acima da média é importante para reter conhecimento que não se encontra entre o já absorvido pela empresa.

Quadro 26 – Justificativa da desagregação de funcionários em detentores exclusivamente de capital humano

### 11.5.3 – Desagregação do Stakeholder Proprietário

Os proprietários podem ser caracterizados pelo seu poder de controle:

- a) proprietários com poder de controle sobre as decisões da empresa, ou majoritários

Afirmação	Justificativa
18	O empresário pode usar de atitudes oportunistas na gestão é o que detém o controle
62	A facilidade de crédito é conseguida por proprietários que tenham controle e responsabilidade pelas operações
67	O atingimento das metas de lucro dos majoritários é fundamental para o equilíbrio dos executivos em suas funções
59	Os benefícios para a gestão, como programas de remuneração variável e facilidade para fusões e aquisições, beneficiam diretamente aos proprietários

Quadro 27 – Justificativa da desagregação de proprietários em majoritários

b) Proprietários sem poder de controle sobre as decisões da empresa, ou minoritários

Afirmação	Justificativa
60	Uma boa liquidez das ações traz maiores benefícios para os minoritários, que terão um preço justo para seu patrimônio e uma maior flexibilidade para a gestão do mesmo
61	A ocorrência de um controle pulverizado beneficia os minoritários, por poderem exercer uma maior influência sobre a administração

Quadro 28 – Justificativa da desagregação de proprietários em minoritários

#### 11.5.4 – Desagregação do Stakeholder Comunidade

As políticas de relacionamento com a comunidade se dão em três frentes: cultural e religiosa, que são mais específicas e direcionam comportamentos desejados e as sociais, que são mais genéricas e atuam sobre padrões de responsabilidade ética.

a) relacionamentos que enfatizem a importância de atividades culturais

Afirmação	Justificativa
16	O incentivo dos padrões de relacionamento locais são reforçados por atividades culturais que preservem a legitimidade de relações informais
19	O incentivo dos padrões de relacionamento locais são reforçados por atividades culturais que preservem as práticas brasileiras
52	Os padrões culturais da localidade são reforçados por incentivos a atividades culturais junto a comunidade

Quadro 29 – Justificativa da desagregação de comunidades em responsáveis por atividades culturais

b) relacionamentos que enfatizem a importância de atividades religiosas

Afirmação	Justificativa
32	A orientação religiosa acarreta maior preocupação em atividades junto à comunidade através de instituições com orientações religiosas
31	

Quadro 30 – Justificativa da desagregação de comunidades em responsáveis por atividades religiosas

Com as desagregações efetuadas, é possível estabelecer o mapa de relações entre as afirmações que compuseram o instrumento de coleta de dados e os *stakeholders* preponderantes para o relacionamento.

Símbolo	<i>Stakeholder</i>	Afirmações Relacionadas
S <sub>1</sub>	Canais de Distribuição	41, 48 e 49
S <sub>2</sub>	Consumidores Agregados	2, 46 e 51
S <sub>3</sub>	Executivos	13, 56 e 63
S <sub>4</sub>	Funcionários com foco na formação do capital estrutural	6, 12, 36, 37, 38 e 39
S <sub>5</sub>	Funcionários com foco no capital humano	8, 10, 12 e 20
S <sub>6</sub>	Proprietários Majoritários	18, 59, 62 e 67
S <sub>7</sub>	Proprietários Minoritários	60 e 61
S <sub>8</sub>	Comunidade em instituições que executam atividades éticas e de responsabilidade social	7, 17, 21, 22, 24 e 25
S <sub>9</sub>	Comunidade em instituições que executam atividades culturais	16, 19 e 52
S <sub>10</sub>	Fornecedores	4, 40, 42 e 44
S <sub>11</sub>	Governo	5, 15 e 58
S <sub>12</sub>	Mídia	33, 34, 35 e 45
S <sub>13</sub>	Concorrentes	3, 50, 53, 54 e 55
S <sub>14</sub>	Bancos	1, 14, 26, 29, 30 e 57

Quadro 31 – Relacionamento entre as afirmações do instrumento de coleta de dados e os *stakeholders* da pesquisa.

A transparência na política de capacitação de recursos humanos, afirmação 12, é comum tanto para a formação do capital estrutural quanto para a formação do capital humano.

Algumas questões não foram associadas para a análise dos dados:

Afirmção	Justificativa
47	A concordância com o fator, por parte do respondente, indica perda de valor, não sendo consistente com o restante das afirmações.
43	Redundante com a afirmação 41
23	O elevado capital intelectual é redundante com as afirmações relacionadas a capital estrutural e a capital humano
9 e 11	O foco na diversidade cultural da mão de obra é um atributo paralelo à abordagem dada pelo trabalho em capital estrutural e capital humano para caracterizar relações com os funcionários
28	Apesar de ser bem fundamentada como um relacionamento junto aos executivos, o efeito da gestão familiar pode se dar em outros <i>stakeholders</i> , não tendo uma clara ligação somente com os executivos, que são os preponderantes
27	A visão de que decisões arriscadas podem ser tomadas não leva a um equilíbrio do risco dada a estratégia da empresa, sendo uma afirmação que não é afirmativa em criar valor.
64, 65 e 66	A política de dividendos, apesar de ser relacionada estritamente com o proprietário, é questionada como sendo relevante
31 e 32	As atividades religiosas junto à comunidade foram retiradas pela clara tendência em não criar valor, retratadas pela análise dos dados.

Quadro 32 – Justificativa para não-inclusão de algumas afirmações que fizeram parte do instrumento de coleta de dados.

## 11.6 – Tratamento dos Dados

Cada *stakeholder* tem uma importância atribuída a seus relacionamentos com a empresa representada pela média das respostas dadas às afirmações que correspondem a eles:

$$S_i = \frac{\sum_{n=1}^{67} R_{1_n} + \sum_{n=1}^{67} R_{2_n} + \dots + \sum_{n=1}^{67} R_{105_n} + \sum_{n=1}^{67} R_{106_n}}{106 \times \text{número de questões pertinentes ao stakeholder}}$$

Fórmula 1 – Forma de Estimar a Importância Atribuída a cada *Stakeholder*

Onde:

$S_i$ : grau de importância do *stakeholder*  $i$ , sendo que  $i = 1$  a  $14$ , conforme o quadro 31.

$n$ : é o número da afirmação relacionada ao *stakeholder*  $i$ , sendo  $n = 1$  a  $67$  (apenas as pertinentes ao *stakeholder*  $i$  conforme o quadro 31).

$R_{kn}$ : é a resposta dada pelo respondente  $k$ , sendo  $k = 1$  a  $106$ , à afirmação  $n$  relacionada ao *stakeholder*  $i$ .

### 11.6.1 – Agrupamento pela Importância da Relação para Criar Valor para a Empresa

É possível agrupar as importâncias dos *stakeholders* com base nas médias  $S_i$  numa análise de clusters em que o critério para agrupamento será o coeficiente de aglomeração da distância euclidiana quadrada (Hair e outros, 1998: 480).

Tal agrupamento servirá de base para a análise da importância dos *stakeholders* segundo a posse que os mesmos têm dos atributos poder, legitimidade e urgência.

### 11.6.2 – Agrupamento pela Explicação da Variância da Importância para Criar Valor

- ↳ **Objetivo:** identificar as características-chave, entre os vários *stakeholders*, que os fazem ser relevantes para a criação de valor.
- ↳ **Método de Análise:** análise fatorial para buscar separar fatores comuns capazes de refletir as características comuns que explicam a formação da opinião sobre a criação de valor.
- ↳ **Conclusões:** identificação das propriedades que fazem os relacionamentos com os *stakeholders* formar o valor das empresas.

A análise fatorial buscará reduzir a importância dos vários relacionamentos dos *stakeholders* a domínios menores e mais compreensíveis para poder sugerir razões do que há por detrás destes relacionamentos que foram importantes em explicar a opinião dos respondentes. Isto fará com que possa haver uma explicação mais simples para o fenómeno estudado de fator que leva à agregação de valor da empresa no tocante a relacionamentos que a firma estabelece com os *stakeholders*.

A análise fatorial identificará fatores comuns em relação à média das respostas que retratam a importância dos relacionamentos com os *stakeholders* arrolados. O fator comum é “*um constructo, uma entidade hipotética, uma variável não observada, que se supõe estar subjacente a testes, escalas, itens*” (Kerlinger, 1979: 203) e no caso desta pesquisa, os *stakeholders* serão agrupados em fatores comuns, para então se buscar a característica subjacente a eles que os coloquem nesta condição, baseado na pesquisa bibliográfica que os fundamentou.

Para cada respondente  $k$ ,  $k$  indo de 1 até 106, será apurada a importância de cada *stakeholder*  $S_i$  em suas respostas:

$$S_{ik} = \frac{\sum_{n=1}^{67} R_{kn}}{N}, \text{ para } N = \text{número de afirmações referentes ao Stakeholder } S_i$$

**Fórmula 2** – Forma de Estimar a Importância Atribuída a cada *Stakeholder* para cada Respondente.

Desta forma, será possível obter 14 variáveis,  $S_i$  para  $i = 1$  a 14, que cada respondente atribui uma importância. Isto possibilita 106 observações da importância dos 14 *stakeholders* em criar valor para a empresa. Desta maneira, uma redução das variáveis a fatores comuns será implementada através de uma análise fatorial rotada (Kerlinger, 1979: 204).

A partir das cargas fatoriais observadas, será possível associar a característica comum dos grupos de *stakeholders* que tem efeitos semelhantes em explicar as variações do valor da empresa apresentadas pelos respondentes.

De posse da parcela total da variância da variável dependente, que é importância para criar valor, explicada pelos fatores comuns, será possível hierarquizar os componentes pela sua influência em modificar as impressões dos respondentes sobre a criação de valor.

A matriz rotada dos componentes extraídos da amostra será caracterizada pela predominância dos *stakeholders* que compõem os principais fatores comuns extraídos. O método de extração será a Análise dos Componentes Principais e o método de rotação será o *Varimax* (Hair e outros, 1998: 101).

Esta análise se enquadra no problema de pesquisa para formar um menor conjunto de características de relacionamentos que devem ter a atenção dos executivos para fazerem a gestão do valor da empresa. Assim, o fenômeno é reduzido a domínios menores e mais compreensivos.



**Capítulo V:**

**ANÁLISE DOS DADOS E CONCLUSÕES**

A análise dos dados terá como base, para as conclusões, os graus de importância atribuídos pelos 106 respondentes dos questionários.

O relacionamento entre as afirmações que compuseram o instrumento de coleta de dados e os 14 *stakeholders*, definidos como representativos, foi feito pela fundamentação da importância das afirmações, o que as levou a serem associadas a um *stakeholder* preponderante para o fator gerador de valor. Tal relação está exposta no capítulo IV.

### 1 – Mapeamento da Importância dos Stakeholders para os Respondentes

Visando mapear a importância dos *stakeholders* para os respondentes, um objetivo indispensável para relacionar a teoria de finanças com a teoria dos *stakeholders*, foram calculadas as médias das importâncias atribuídas às afirmações relacionadas a cada *stakeholder*, conforme a fórmula 1.

Símbolo	Stakeholder	Importância (Média)
S <sub>1</sub>	Canais de Distribuição	5,29
S <sub>2</sub>	Consumidores Agregados	4,67
S <sub>3</sub>	Executivos	5,42
S <sub>4</sub>	Funcionários com foco na formação do capital estrutural	5,31
S <sub>5</sub>	Funcionários com foco no capital humano	3,94
S <sub>6</sub>	Proprietários Majoritários	4,86
S <sub>7</sub>	Proprietários Minoritários	4,03
S <sub>8</sub>	Instituições que executam atividades sociais junto à comunidade	4,73
S <sub>9</sub>	Instituições que executam atividades culturais junto à comunidade	3,44
S <sub>10</sub>	Fornecedores	4,69
S <sub>11</sub>	Governo	4,22
S <sub>12</sub>	Mídia	4,86
S <sub>13</sub>	Concorrentes	4,64
S <sub>14</sub>	Bancos	4,17

Quadro 33 – Importâncias Atribuídas pelos Respondentes a Cada Stakeholder

Os resultados acima tem como base as respostas fornecidas pelos diversos respondentes, conforme o anexo 2.

No intuito de agrupar os *stakeholders* em categorias diferenciadas pelas suas importâncias, foi implementada uma análise de clusters, em que os grupos foram formados conforme o coeficiente de aglomeração fosse menor do que 0,1. Este valor foi escolhido por conveniência, visto que houve um salto do coeficiente do estágio 10 para o estágio 11 da planilha de aglomeração, conforme o anexo 3, e por dividir os *stakeholder* em 4 grupos, o que é o ideal para fazer uma análise sob a ótica dos três atributos: poder, legitimidade e urgência.

Com o resultado da análise de clusters, explicitada no anexo 3, foi possível segmentar os *stakeholders* em 4 grupos e presumir sua caracterização conforme o quadro 8.

Grupo	Stakeholder	Importância (Média)
DOMINANTES	Executivos	5,42
	Funcionários com foco na formação do capital estrutural	5,31
	Canais de Distribuição	5,29
DE EXPECTATIVA	Mídia	4,86
	Proprietários Majoritários	4,86
	Instituições que executam atividades sociais junto à comunidade	4,73
	Fornecedores	4,69
	Consumidores Agregados	4,67
	Concorrentes	4,64
LATENTES	Governo	4,22
	Bancos	4,17
	Proprietários Minoritários	4,03
	Funcionários com foco no capital humano	3,94
NÃO STAKEHOLDER	Instituições que executam atividades culturais junto à comunidade	3,44

Quadro 34 – Mapeamento da Importância dos *Stakeholders*

Adicionalmente, é possível compor duas observações para produzir uma forma de analisar a influência dos *stakeholders* para a gestão empresarial.

### **1.1 – Urgência como Fator Preponderante para Caracterizar o *Stakeholder* como Definitivo**

Percebe-se que os *stakeholders* agrupados como definitivos têm suas demandas com necessidade de pronto atendimento, além de serem importantes para eles.

A necessidade de pronto atendimento vem do conhecimento que estes três *stakeholders* têm do ambiente de negócios em que a empresa opera. Por estarem na “ponta das vendas”, eles têm suas demandas próximas das do mercado que consome os produtos da empresa. Com isto, o pronto atendimento é fundamental para a manutenção da participação de mercado.

A importância da relação é maior para os funcionários que criam o capital estrutural da empresa e para os executivos, pela natural pouca diversificação de suas carteiras individuais. Isto explica a maior importância que tiveram sobre os canais de distribuição.

Tendo como base a ausência de necessidade de pronto atendimento e a menor importância das relações de todos os outros *stakeholders*, visto o poder que a “ponta das vendas” exerce em comparação a outras demandas, conclui-se que a ocorrência do atributo urgência é fundamental para que o *stakeholder* ganhe importância junto à empresa.

### **1.2 – O Poder Coercivo e a Legitimidade Organizacional são Mais Eficazes em Influenciar as Decisões Empresariais**

Os três *stakeholders* com caráter definitivo o atingiram com legitimidade garantida pelo comportamento que apresentam, o qual é parâmetro reconhecido e aprovado como exemplares pela empresa com que se relacionam. Suas legitimidades não são garantidas, normalmente, por contratos jurídicos ou por ações individuais exemplares.

O poder coercivo, que garante o controle de eventos no ambiente de negócios da empresa, é igualmente comum entre estes três *stakeholders*. A capacidade de

fornecer recursos monetários não existe, e recursos simbólicos são inócuos em os caracterizarem junto às empresas.

Assim sendo, a simples utilização de incentivos baseados em valores monetários, como o utilizado pelos bancos ou proprietários minoritários, não é o bastante para caracterizá-los como influentes. A mera legitimidade institucional que apresentam também não garante que suas demandas necessitem do atributo urgência para serem atendidas.

Esta constatação garante a fraca influência das instituições no ambiente de negócios dos respondentes e a importância maior das sinergias com os negócios da empresa, ao invés do simples exercício de poder baseado nos valores monetários que podem ser destinados à empresa.

Com estas duas conclusões que contrapõem a teoria dos *stakeholders* com um indicador de sucesso empresarial, é possível estabelecer que:

a) a sensibilidade ao tempo dos efeitos do atraso no atendimento das demandas do *stakeholder* e a importância de tais demandas para eles impõem que uma empresa os atenda. O atributo que inicia o atendimento prioritário da demanda é a demonstração da importância e a prova de que o efeito do atendimento é sensível ao tempo.

b) não é só a urgência que determina o atendimento da demanda dos *stakeholders* por parte da organização, também são importantes o poder de controlar eventos sobre o ambiente de negócios da empresa e a legitimidade adquirida pelos comportamentos que o *stakeholder* tem, apresentados no relacionamento com a organização.

Uma gestão baseada no relacionamento com os *stakeholders* pode considerar, por meio destas constatações, que eles podem ser priorizados conforme possuam estes atributos. Para uma empresa, em especial, outros *stakeholders* que tenham os atributos acima apresentados podem ser caracterizados como prioritários.

A análise dos *stakeholders* por meio de suas posses concomitantes de poder, legitimidade e urgência é válida para estabelecer o mapeamento destas importâncias, levando-se em conta a supremacia da sensibilidade do efeito do atendimento das demandas ao tempo, da legitimidade organizacional e do poder originado do controle dos eventos no ambiente de negócios da organização.

## 2 – Supremacia no Atendimento das Demandas

A maior importância dos *stakeholders* não-proprietários da empresa não garante que somente a gestão dos relacionamentos dos não proprietários assegure o sucesso da gestão do valor da empresa.

Para que isto aconteça, as variações das opiniões dos respondentes sobre a importância dos fatores para criar valor para as empresas devem ser explicadas, preponderantemente, pelas afirmações que reflitam relacionamentos junto a não-proprietários.

Neste sentido, as demandas dos *stakeholders* não-proprietários, agrupados como dominantes, têm maior influência sobre o valor da empresa do que a dos proprietários majoritários, que são de expectativa. No entanto, a garantia de que os proprietários têm seus interesses subordinados ao atendimento das demandas destes *stakeholders* está relacionada à verificação de que a variação das respostas, obtidas de cada indivíduo componente da amostra, seja idêntica, ou muito parecida, para proprietários e estes *stakeholders* dominantes.

A análise dos fatores comuns aos 14 *stakeholders* pesquisados foi implementada pelo método de extração da análise dos componentes principais e com uma solução rotada do tipo Varimax. A matriz de correlações está apresentada no anexo 4.

Foram extraídos 4 fatores comuns, os quais explicam as variações na variável, observada a importância para criação de valor para os respondentes.

Fator	Descrição	% da variância explicada
1 Influenciadores do Processo Empresarial	Preponderância de executivos, com cargas fatoriais significantes para canais de distribuição e para instituições sociais junto à comunidade. Os funcionários que formam o capital estrutural também foram relevantes	20,8%
2 Proprietários	Preponderância de proprietários e instituições culturais junto à comunidade, sendo um fator relacionado às práticas de governança emanadas pelos proprietários, os quais moldam a cultura empresarial	18,3%
3 Influenciadores junto à estrutura de mercado	Preponderância dos consumidores agregados, governo e concorrentes, sendo um fator relacionado à formação de acordos que moldam a estrutura de mercado em que a empresa opera.	13,2%
4 Mercado Financeiro	Preponderância dos bancos, sendo um fator relacionado às fontes de recursos dos não proprietários.	8,2%

Apesar da menor importância do atendimento das demandas dos proprietários em relação aos *stakeholders* relacionados ao processo empresarial, a diferença entre os percentuais da variância explicada é pequena e em torno de 2,5%. Tendo em vista que o fator relacionado às práticas de governança, emanadas dos proprietários pelos poder coercivo e legitimidade institucional que possuem, seja mais específico do que os fatores comuns 1 e 3, pode-se afirmar que, embora não tenham a maior importância, suas influências são singulares e têm seu espaço independentemente das políticas junto aos outros *stakeholders*.

Do mesmo modo, a utilização de indicadores unicamente relacionados aos proprietários deixa de lado uma importante explicação da variância da importância para criação de valor da empresa. Isto leva à conclusão de que os proprietários têm uma importância clara e um papel específico, mas há de se ter uma gestão baseada

no atendimento da demanda de outros *stakeholders*, com equilíbrio. Não é possível estabelecer um único *stakeholder* com supremacia na fruição dos recursos e benefícios das empresas.

## 2.1 – Arcabouço Conceitual para Estabelecimento de um Conjunto de Indicadores Baseados nos Relacionamentos

A necessidade de múltiplos indicadores, para monitorar o desempenho, e, conseqüentemente, a criação de valor são verificadas pela importância atribuída a outros *stakeholders*, não-proprietários, num grau de importância relevante frente a estes últimos. Esta relevância é verificada tanto pela importância média numa magnitude superior quanto pela singularidade da variância das notas que representam a importância para criar valor. A existência de assimetria de informações e de imperfeições no mercado de capitais impede que um indicador, único e consistente, baseado no valor dos títulos financeiros de terceiros e proprietários sobre a empresa, possa ser utilizado.

Como o mercado brasileiro tem as características acima citadas, a viabilidade da utilização de múltiplos indicadores é o melhor caminho.

A utilização de um sistema de informações que contemple múltiplos indicadores de desempenho é o ideal nesta situação, contrariando a visão de Jensen (1997: 301), que prevê que múltiplos objetivos são impossíveis de serem implementados com sucesso pela organização.

A composição do grupo de indicadores necessários obedece à gama de fatores comuns extraídos da amostra, com a importância em atingi-los diretamente ligados ao percentual da variância da importância para criar valor apresentado, sendo esta uma linha de ação para a empresa resolver a ambigüidade da impossibilidade de avaliar os vários *trade-offs* entre os *stakeholders*, problema este levantado por Jensen (1997: 301).

Comparando com as dimensões do *Balanced Scorecard*, sugerida por Kaplan e outros (1997: 28), tem-se uma linha de pensamento para a composição de indicadores consistentes com os resultados da pesquisa. Tal comparação ajusta as perspectivas dos autores do *Balanced Scorecard* à realidade da amostra pesquisada.

O *Balanced Scorecard* (Kaplan e outros, 1997: 27-28) identifica quatro perspectivas a serem monitoradas:



1) Perspectiva Financeira: indicadores que retratem indicadores financeiros, todos agregados, junto aos proprietários.

2) Perspectivas do Cliente: medidas básicas que identificam o cliente e os segmentos de mercado nos quais as unidades de negócio competem.

3) Processo Empresarial: identificação de medidas para os processos internos, como o processo de inovações, de operações e de serviços pós-venda.

4) Aprendizagem e Crescimento: identifica o que a empresa deve fazer para melhorar seus processos internos.

Claramente, o *Balanced Scorecard* impõe, dentre as perspectivas 2 a 4, um único fator comum do resultado da pesquisa: o processo empresarial. O fator comum, sob a denominação de processos empresariais, engloba relacionamentos com executivos, canais de distribuição, funcionários que formam o capital estrutural da empresa e instituições com atividades sociais junto à comunidade.

A perspectiva financeira é muito simplificada por contemplar indicadores financeiros agregados. O fator comum relacionado às práticas de governança corporativa engloba muito mais do que apenas indicadores financeiros para retratar políticas junto a proprietários, tanto majoritários quanto minoritários. Adicionalmente, aspectos ligados ao modelo cultural imposto à organização, que é fruto da governança corporativa, também é retratado por este fator, o qual está distante de ser composto por indicadores agregados.

O fator comum 3 extraído da pesquisa é relacionado com influenciadores junto à estrutura do setor em que a empresa atua, e o fator 4 engloba relacionamento junto a bancos.

Com isto, o *Balanced Scorecard* é muito simples em explicar toda a variação do valor da empresa. Pode-se dizer que ele explica completamente o fator mais relevante, o qual responde por 20,8% da variância da importância para criar valor.

Os mecanismos de governança corporativa, os de gestão sobre a estrutura do setor e o relacionamento com o mercado financeiro não são contemplados pelo modelo.

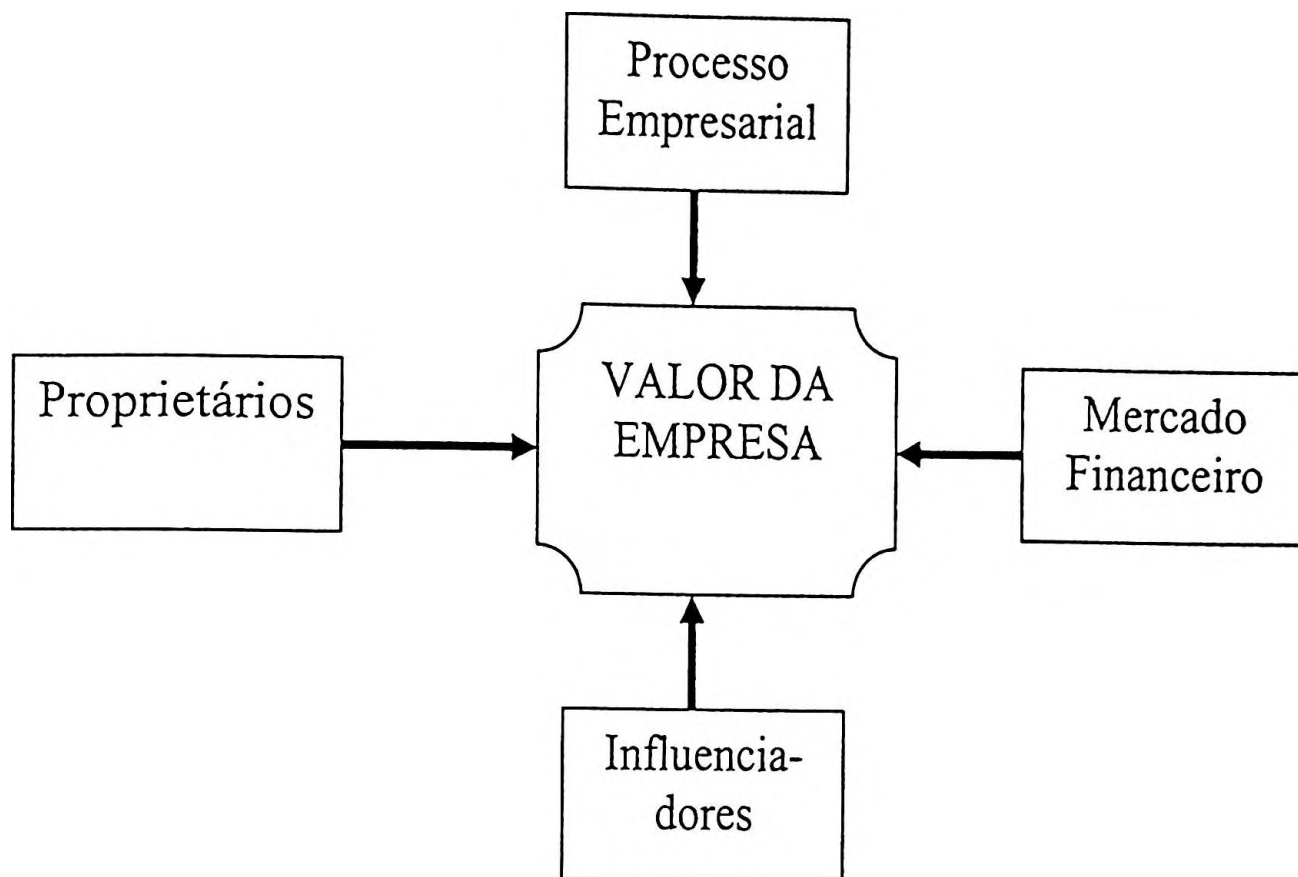


Figura 19 – Fatores Comuns aos *Stakeholders* que Influem sobre o Sucesso Empresarial segundo os resultados deste trabalho

### 3 – Sugestões para Pesquisas Posteriores

Todas as afirmações do instrumento de coleta de dados exprimem fatores que agregam valor e podem ser transformados em indicadores, baseados na fundamentação teórica apresentada, a qual necessita de constante atualização.

Pesquisas posteriores podem tratar:

- a) da materialização de indicadores com base em um sistema de informações gerenciais que permita o planejamento e controle;
- b) da mensuração dos *trade-offs* que a administração da empresa encontrará para destinar benefícios num ambiente de restrições de capital para todos os *stakeholders*;
- c) de estudos divulgando a governança corporativa como instrumento de gestão e garantidor de direitos não apenas para o proprietário minoritário. Com isto, será possível compreender os entraves para o desenvolvimento do mercado de capitais num contexto mais amplo de interesses, o qual fica prejudicado se as regras para transparência e preservação de direitos forem exercidas tendo em vista os interesses de apenas um dos *stakeholders*.

d) dos mecanismos para controle das atividades dos *stakeholders*-chave, devendo contemplar a identificação dos incumbidos de fazer os relacionamentos com os *stakeholders* em nome da empresa e de como eles devem ser monitorados. Uma comissão para fiscalização da atividade destes importantes *stakeholders* pode ser discutida em termos do perfil de seus membros;

e) de estudos que situem o papel do governo em fiscalizar se a governança das empresas está equilibrando os interesses de todos os *stakeholders*, assumindo um papel mais amplo do que apenas controlar fatos isolados, como arrecadação tributária e questões ambientais, entre outras.

#### **4 – Pontos Importantes sobre a Aplicabilidade dos Resultados do Trabalho**

A amostra utilizada não reflete o pensamento do IBEF e, muito menos, do mercado brasileiro. Por dificuldades para se estabelecer uma amostra probabilística, optou-se por retratar na pesquisa a preferência dos que a responderam.

A mais alta importância dos não proprietários garante que estes são os mais importantes apenas no plano das intenções. Nada garante, segundo esta pesquisa, que as demandas dos proprietários estejam sendo atendidas com menor importância, pois pode estar havendo um desequilíbrio. Ter o atendimento das demandas dos proprietários com maior importância pode ser a postura dos administradores, embora reconheçam que o atendimento das necessidades de outros *stakeholders* seja mais importante, tendo em vista permanecer em seus empregos e obterem ganhos pessoais maiores.

#### **5 – Sumário das Conclusões da Tese**

Foi possível mapear 4 grupos hierarquizados segundo suas importâncias para criar valor para as empresas:

- 1) DEFINITIVOS: executivos, funcionários que formam o capital estrutural da empresa e canais de distribuição;
- 2) DE EXPECTATIVA: mídia, proprietários majoritários, instituições que implementem atividades sociais junto à comunidade, fornecedores, consumidores agregados e concorrentes;

- 3) LATENTES: governo, bancos, proprietários minoritários e funcionários que não formam o capital estrutural da empresa;
- 4) NÃO-STAKEHOLDER: instituições que implementem atividades culturais junto à comunidade.

Com esta hierarquização, foi possível estabelecer que a presença da necessidade de imediata ação do atendimento das demandas é fundamental para que o *stakeholder* se torne definitivo. Adicionalmente, foi verificado que as formas de poder que fazem o *stakeholder* controlar os eventos da empresa com que se relaciona e a legitimidade, obtida por comportamentos compatíveis com o interesse desta mesma empresa, são mais eficazes em influenciar as decisões empresariais, o que causa uma maior propensão ao atendimento da demanda dos *stakeholders*. Estas verificações possibilitam compor uma forma de pensamento para mapear a importância dos *stakeholders*, no intuito de se fazer uma gestão baseada nos relacionamentos.

Caracterizados como menos importantes do que os *stakeholders* colocados como definitivos, não foi possível afirmar que os proprietários não tenham a supremacia na fruição dos recursos da empresa em virtude da existência de um fator comum identificado claramente com o relacionamento com proprietários com alta explicação da variação da importância do valor da empresa e pela característica da pesquisa sobre atitudes, que retrata apenas intenções manifestadas.

A supremacia dos proprietários também não foi confirmada pela existência de outros três fatores comuns importantes. Esta constatação confirmou a necessidade da utilização de múltiplos indicadores de desempenho para o monitoramento do sucesso empresarial, indo ao encontro da posição de Kaplan e outros (1997) e contrariando a posição de Jensen (2001).

Sendo fatores comuns:

- a) os *stakeholders* que compõem o processo empresarial;
- b) os relacionamentos que garantem as práticas de governança corporativa emanadas pelos proprietários;
- c) os influenciadores sobre o setor de atividade em que a empresa atua;
- d) o mercado financeiro.

Foi possível avaliar que as tradicionais perspectivas do *Balanced Scorecard* foram incompletas em captar todo o processo de criação de valor, sendo necessário adicionar os fatores comuns extraídos desta pesquisa, para o grupo de respondentes que compôs a amostra.

## BIBLIOGRAFIA

ABRANTES FILHO, G. **Liquidez: Administração, Formas de Medida e Evidências Empíricas**. 2001. 149 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

ALMEIDA, F.G. **Governança Corporativa no Brasil: Criação de Valor com Base na Gestão Corporativa- Um Estudo de Caso no Setor de Telecomunicações**. 2001. 149 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2001.

AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Liquidity, asset prices and financial policy. **Financial Analysts Journal**, Charlottesville, v. 47, n. 6, p. 56-66, nov./dez. 1991.

AVISS, J. Recruiting Talented Managéis. **Strategic Communication Management**, Chicago, v. 5, n. 3, p. 8, abr./mai. 2011.

BAKER, H.K.; POWELL, G.E.; VEIT, E.T. Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy. **Journal of Economics and Finance**, Murfreesboro, v. 26, n. 3, p. 267-283, 2002.

BAZERMAN, M.H. **Judgement in Managerial Decision Making**, 5th ed. New York: John Wiley and Sons, 2002.

BERMAN, S.L. et al., Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship Between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance. **Academy of Management Review**, New York, v. 20, n. 1, p. 488-506, 1995.

BESANKO, D.; DRANOVE, D.; SHANLEY, M. **Economics of Strategy**, New York: John Wiley & Sons, 2000.

BISHOP, M. The Way Ahead. **Economist**, London, 29 jan. 1994. Watching the Boss, p. 18.

BLACK, A.; WRIGHT, P.; BACHMAN, J.E. **In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance**, London: Financial Times Publishing, 1998.

BOVET, D.; MARTHA, J. **Unlocking the Rusty Supply Chain**. **Harvard Management Update Article**, Boston, n. U0006D, p.3, 2000.

BOWEN, K. **Cash Management Practices in Small Companies**, **Harvard Business School Teaching Notes**, Boston, n. 9-699-047, p.1-8, 4 dez. 1998.

BREALEY, R.A.; MYERS, S.C. **Principles of Corporate Finance**, 6<sup>th</sup>. ed., Boston: Irwin McGraw - Hill, 2000.

BRIGHAM, E.F.; HOUSTON, J.F. **Fundamentos da Administração Financeira**, São Paulo: Campus, 1999.

BROWN, T. **Assessing Corporate Social Responsibility**. **Harvard Management Update Article**, Boston, n. U0104C, p. 3-4, abr. 2001.

CAPPELLI, p. **A Market-Driven Approach to Retaining Talent**, **Harvard Business Review**, Boston, v. 78, n. 1, p.103-111, jan./fev. 2000.

CASTRO, C.M. **A Prática da Pesquisa**. São Paulo: McGraw Hill do Brasil, 1978.

COMPERS, P.A. **A Note on Angel Financing**, **Harvard Business School Teaching Notes**, Boston, n. 9-298-083, p. 1-11, 5 set. 2001.

CLEMEN, R.T. **Making Hard Decisions**, 2<sup>nd</sup>. ed., Belmont: Duxbury Press, 1996.

COLLINGWOOD, H. **The Earnings Game: Everyone Plays, Nobody Wins**, **Harvard Business Review**, Boston, v. 79, n. 6, p. 65-74, jun. 2001.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, 2<sup>nd</sup>. ed., New York: John Wiley and Sons, 1996.

COPELAND, T.; WESTON, J.F. **Financial Theory and Corporate Policy**, 3<sup>rd</sup>. ed., Boston: Addison Wesley Publishing Company, 1988.

CROWE, M. Intellectual Capital for the Perplexed. **Harvard Management Update Article**, Boston, p. 3-5, n. U9708C, ago. 1997.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro, Qualitymark, 1997.

DAVIS, J. A; CORMIER, R. Board of Directors of the Family Firm. **Harvard Business School Teaching Notes**, Boston, n. 9-800-025, p. 1 – 15, 2001.

DEEPCHOUSE, D.L. Media Reputation as a Strategic Resource: An Integration of Mass Communication and Resource-Based Theories. **Journal of Management**, New York, v. 26, n. 6, p. 1091-1112, 2000.

DONAIRE, D. **Gestão Ambiental da Empresa**, São Paulo: Atlas, 1995.

DONALDSON, T. Values in Tension: Ethics Away From Home, **Harvard Business Review**, Boston, v. 74, n. 5, p. 48-62, set./out. 1996.

DONALDSON, T.; PRESTON, L.E. The Stakeholder Theory of The Corporation: Concepts, Evidence and Implications. **Academy of Management Review**, New York, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995.

DOWLING, G. Customer Relationship Management: In B2C Markets, Often Less is More. **California Management Review**, Berkeley, v. 44, n. 3, p. 87-104, 2002.

DRUSKAT, V.U.; WOLFF, S.B. Building the Emotional Intelligence of Groups, **Harvard Business Review**, Boston, v. 79, n. 3, pp. 81-91, mar. 1991.



DYER, J. H.; CHO, D. S; CHU, W. Strategic Supplier Segmentation: The Next "Best Practice" in Supply Chain Management. **California Management Review**, Berkeley, v. 40, n. 3, p. 57-77, 1998.

ESTY, B.C.; QURESHI, F.A.; MILLETT, M.M. Introduction to Islamic Finance, **Harvard Business School Teaching Notes**, Boston, n. 9-200-002, p. 1-13, 16 fev. 2000.

FERGUSON, C.R.; DICKINSON, R. Critical Success Factors for Directors in the Eighties. **Business Horizons**, New York, v. 25, n. 3, p. 14 -18, mai./jun. 1982.

FERREIRA, A.B.H. **Pequeno Dicionário Brasileiro da Língua Portuguesa**. 11ª ed., Rio de Janeiro: Nacional, 1983.

FONSECA, J.S.; MARTINS, G.A. **Curso de Estatística**, 6ª edição, São Paulo: Atlas, 1996.

FREEMAN, R.E.; EVAN, W.M. Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation. **The Journal of Behavioral Economics**, New York, v. 4, n. 19, p. 337-360, 1990.

GENTILE, M. Managerial Effectiveness and Diversity: Organization Choices, **Harvard Business School Teaching Notes**, Boston, n. 9-395-020, p. 1-36, 1 jun. 1995.

GHEMAWAT, P. Sustainable Advantage, **Harvard Business Review**, Boston, v. 64, n. 5, pp. 53-58, set./out. 1986.

GITMAN, L. **Princípios de Administração Financeira**, 7ª 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. 1995.

HAIR, JR. J.F. et al. **Multivariate Data Analysis**, 5<sup>nd</sup>. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

HANDY, C. Tocqueville Revisited: The Meaning of American Prosperity, **Harvard Business Review**, Boston, v. 79, n. 1, p. 56-63, jan. 2001.

HATCH, M.J.; SCHULTZ, M. Are the Strategic Stars Aligned for Your Corporate Brand?, **Harvard Business Review**, Boston, v. 74, n. 2, p. 3-8, fev. 2001.

HORNGREN, C. T.; FOSTER, G.; DATAR, S.M. **Cost Accounting: A Managerial Emphasis**, 10<sup>th</sup>. ed. New Jersey: Prentice-Hall: 2000.

IANSITI, M.; WEST, J. Technology Integration: Turning Great Research into Great Products, **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n. 3, pp. 69-79, mai./jun. 1997.

INVOKING the divine for guidance to good business practices. **New Straits Times-Management Times**, Boston, 11 fev. 2002. Disponível em:<<http://search.epnet.com/direct.asp?an=2W81660535278&db=buh>>. Acesso em 15 jan. 2003.

JENSEN, M.C. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. **European Financial Management**, Oxford, v. 7, n. 3, p. 297-317, 2001.

KAPLAN, R.S. et al. **Management Accounting**, 2<sup>nd</sup>. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1997.

KARLSEN, J.T. Project Stakeholder Management. **Engineering Management Journal**, Florida, v. 14, n. 4, p. 19-24, dez. 2002.

KELLER, K. L. The Brand Report Card. **Harvard Business Review**, Boston, v. 78, n. 1, p. 147-155, jan./fev. 2000.

KERLINGER, F.N. **Metodologia de Pesquisa em Ciências Sociais**, São Paulo: Editora Pedagógica e Universitária, 1979.

KHANNA, T.; PALEPU, K., The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Markets. **Harvard Business Review**, Boston, v. 77, n. 4, p. 125-134, jul./ago. 1999.

KLEIN, B.; CRAWFORD, R.G.; ALCHIAN, A.A. Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process. **Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 21, n.2, p. 297-336, 1978.

KLEIN, B.; CRAWFORD, R.G.; ALCHIAN, A.A. Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process. **Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 21, n.3, p. 297-327, out./78.

KRACKHARDT, D.; HANSON, J.R. Informal Networks: The Company Behind the Chart, **Harvard Business Review**, Boston, v. 71, n. 4, p. 104-111, jul./ago. 1993.

LAKATOS, E.M.; MARCONI, M.A. **Fundamentos de Metodologia Científica**. São Paulo: Atlas, 1985.

LEA, D. Corporate and Public Responsibility, Stakeholder Theory and The Developing World. **Business Ethics: A European Review**, Malden, v. 8, n. 3, p. 151-162, jul. 1999.

LEAHY, T. As 10 Maiores Armadilhas do Orçamento. **HSM Management**, São Paulo, ano 6, n. 32, p. 138-142, mai./jun. 2002.

LUEHRMAN, T.A. Investment Opportunities as a Real Options: Getting Started on the Numbers, **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n. 4, p. 51-60, jul./ago. 1998.

MALVEY, D.; FOTTLER, M.D.;SLOVENSKY, D.J. Evaluating Stakeholder Management Performance Using a Stakeholder Report Card: The Next Step In Theory and Practice. **Health Care Management Review**, New York, v. 27, n. 2, p. 66-80, 2002.

MATTAR, F.N. **Pesquisa de Marketing**, 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1994.

MITCHELL, R.; AGLE, B.R.; WOOD, D.J. Toward a Theory of Stakeholder Identification and Saliency. Defining the Principle of Who and What Really Counts. **Academy of Management Review**, New York, v.22, n. 4, p.853-866, 1997.

MONDSCHEAM, T.S.; SCOTT, B.R. Corporate Renewal in America, **Harvard Business School Cases**, Boston, n. 9-702-018, p.12-17, jan. 2002.

MURILLO, M.V. Labor Unions, Partisan Coalitions, and Market Reforms in Latin America. **Industrial & Labor Relations Review**, New York, v.56, n. 1, p.184-185, 2002.

NOLAN, R.L. Information Technology Management from 1960-2000, **Harvard Business School Teaching Notes**, Boston, n. 9-301-147, p. 19-26, 7 jun. 2001.

OGDEN, S.; WATSON, R., Corporate Performance and Stakeholder Management:Balancing Shareholder and Customer Interests in The U.K. Privatized Water Industry. **Academy of Management Journal**, New York, v. 42, n. 5, p. 526-538,1999.

PALEPU, K A Note on Financial Reporting Strategy and Analysis when Managers Have Proprietary Information, **Harvard Business School Teaching Notes**, Boston, n. 9-190-198, p. 1-8, 16 set. 1994.

PALEPU, K A Note on Financial Reporting Strategy and Analysis when Managers Have Proprietary Information, **Harvard Business School Teaching Notes**, Boston, n. 9-190-188, p. 1-8, 18 set. 1994.

PFEFFER, J., Six Dangerous Myths About Pay, **Harvard Business Review**, Boston, v. 76, n. 3, pp. 109-119, mai./jun. 1998.

PETERSEN, M. A.; THIAGARAJAN, S. R. Risk Measurement and Hedging: With and Without Derivatives. **Financial Management**, Tampa, v. 29, n. 4, p. 5-30, 2000.

RAPPAPORT, A. **Creating Shareholder Value: a Guide for Managers and Investors**, 2<sup>nd</sup>. ed. New York, The Free Press, 1998.

ROBINSON, R. Venture Capital Negotiations: VC versus Entrepreneur, **Harvard Business School Teaching Notes**, Boston, n. 9-800-170, p. 1-7, 2 mar. 2000.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração Financeira: Corporate Finance**, São Paulo: Atlas, 1995.

SADDI, J. Por Uma Nova Visão do Regulador Bancário, **Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 4, n. 13, p. 92-103, jul./set. 2001.

SCHMENNER, R.W. Look Beyond the Obvious in Plant Location, **Harvard Business Review**, Boston, v. 57, n. 1, p. 125-132, jan./fev. 1979.

SELLTIZ, C. et al. **Métodos de Pesquisa nas Relações Sociais**. São Paulo: Editora Pedagógica e Universitária, 1974.

SHAPIRO, B.P. The Magic Matrix: Products and Accounts, **Harvard Business School Teaching Notes**, Boston, n. 9-588-006, p. 1-8, 16 nov. 1987.

SHERMAN, H.D.; YOUNG, S.D. Tread Lightly Through These Accounting Minefields, **Harvard Business Review**, Boston, v. 79, n. 7, p. 3-8, jul./ago 2001.

SIHLER, W.W. Framework for Financial Decisions, **Harvard Business Review**, Boston, v. 49, n. 2, p. 123-134, mar./abr. 1971.

SOUSA, A. F. **Fatores que Contribuem para a Empresa Agregar Valor**. 2002. 196 p. Tese (Livre Docência) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

STAUFFER, D. Five Missteps to Avoid in Volatile Times. **Harvard Management Update Article**, Boston, n. U0209A, p. 3-5, 2002.

STAR, S. H.; QUELCH, J. A.; Communications Policy. **Harvard Business School Teaching Notes**, Boston, n. 9-576-086, p. 1-10, 22 set. 1992.

TRIGEORGIS, L. (Org.). **Real Options and Capital Investment Models, Strategies and Applications**, Westport: Greenwood Publishing Group, 1995.

VISHWANATH, V; MARK, J. Your Brand's Best Strategy. **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n. 3, p. 123-129, mai./jun. 1997.

WEHMEIER, S. **Oxford Workpower Dictionary**. Oxford: Oxford University Press, 1993.

WILLIAMSON, O. Transaction Cost Economics and Organization Theory, **Industrial & Corporate Change**, Oxford, v. 2 n. 2, p. 107-157, 1993.

WILLIAMSON, O. Corporate Finance and Corporate Governance, **Journal of Finance**, Oxford, v. 43 n. 3, p. 567-592, jul./88.

WILLIAMSON, O. Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations, , **Journal of Law & Economics**, Chicago, v. 22 n. 2, p. 233-252, oct./79.

WOOD, D.J. Corporate Social Performance Revisited. **Academy of Management Review**, New York, v. 16, n. 4, p. 691-718, 1991.

# **ANEXOS**

## Anexo 1

### QUESTIONÁRIO

Imagine-se tendo que definir o valor de uma empresa. Precisamos conhecer sua opinião sobre a importância dos fatores propostos nesta pesquisa, com vistas a definição deste valor.

	Concordo totalmente	Concordo	Concordo um pouco	Discordo um pouco	Discordo	Discordo totalmente
1. É benéfico que a empresa se proteja com mecanismos financeiros como derivativos e mercado futuro	6	5	4	3	2	1
2. É essencial que a empresa tenha estabilidade da sua receita total	6	5	4	3	2	1
3. A perspectiva de crescimento da empresa e do setor é fator relevante na atribuição do seu valor	6	5	4	3	2	1
4. A cultura da empresa em pagar suas obrigações em dia é valorizada pelo mercado	6	5	4	3	2	1
5. Determinadas políticas públicas podem dificultar o crescimento da empresa	6	5	4	3	2	1
6. Um aspecto bastante valorizado é quando a empresa possui cultura de planejamento e controle financeiro	6	5	4	3	2	1
7. É de suma importância que a empresa tenha uma política ambiental bem definida	6	5	4	3	2	1
8. Empresa com baixo <i>turnover</i> é mais atraente para investidores	6	5	4	3	2	1
9. A diversidade sócio-cultural da mão de obra proporciona imagem mais positiva para uma organização empresarial	6	5	4	3	2	1



## Anexo 1

	Concordo totalmente	Concordo	Concordo um pouco	Discordo um pouco	Discordo	Discordo totalmente
10. Organizações que oferecem benefícios acima da média do mercado para seus funcionários são melhores opções de investimentos	6	5	4	3	2	1
11. Empresas que ainda têm preconceito raciais e/ou sexuais com relação a ocupação de postos de comando são vistas com maus olhos por investidores	6	5	4	3	2	1
12. Empresas que adotam política clara de capacitação de Recursos Humanos são mais atraentes aos investidores	6	5	4	3	2	1
13. Regras transparentes e critérios eminentemente profissionais são fundamentais na contratação de executivos para postos-chave	6	5	4	3	2	1
14. A prática de divulgação de relatórios e demonstrações financeiras que atendam as expectativas do mercado é um fator relevante para a empresa	6	5	4	3	2	1
15. É importante que a Empresa se utilize de contatos/amigos no governo para agilizar a solução de problemas na esfera pública	6	5	4	3	2	1
16. A informalidade brasileira flexibiliza a gestão nas empresas tornando-a mais produtiva	6	5	4	3	2	1
17. Empresas que usam o jeitinho brasileiro têm péssima imagem	6	5	4	3	2	1
18. O empresário brasileiro que acha que o mundo é dos espertos prejudica a imagem de sua organização	6	5	4	3	2	1
19. A cultura empresarial brasileira torna a empresa produtiva e interessante	6	5	4	3	2	1
20. É preferível investir em uma empresa que tenha um ambiente cooperativo do que competitivo	6	5	4	3	2	1
21. É interessante investir em uma empresa que demonstre responsabilidade social	6	5	4	3	2	1

## Anexo 1

	Concordo totalmente	Concordo	Concordo um pouco	Discordo um pouco	Discordo	Discordo totalmente
22. A empresa socialmente responsável é fruto de valores, crenças, estratégias e visões do futuro, projetando imagem positiva para investidores	6	5	4	3	2	1
23. É importante que a empresa tenha elevado capital intelectual	6	5	4	3	2	1
24. Empresas cidadãs são pólos de atração de talentos e boas opções de investimento	6	5	4	3	2	1
25. Os donos de capital nunca estiveram tão preocupados, como agora, em investir em empresas éticas	6	5	4	3	2	1
26. Organizações com dirigentes com baixa propensão a assumir riscos são investimentos mais seguros	6	5	4	3	2	1
27. Empresas que tomam decisões mais arriscadas têm mais chances de ter sucesso	6	5	4	3	2	1
28. Nas organizações familiares as decisões são lentas e de caráter político	6	5	4	3	2	1
29. As organizações familiares não são bem vistas no mercado	6	5	4	3	2	1
30. No processo de avaliação de uma empresa os aspectos subjetivos são muito importantes	6	5	4	3	2	1
31. A formação religiosa do empresário pode afetar positivamente as decisões empresariais	6	5	4	3	2	1
32. Empresa que tenha orientação religiosa é mais interessante do que outra que seja neutra nesta questão	6	5	4	3	2	1
33. A aparência física das instalações valoriza a empresa aos olhos do investidor	6	5	4	3	2	1
34. Embalagem atrativa valoriza a imagem do produto e da empresa	6	5	4	3	2	1
35. A comunicação visual da empresa valoriza sua imagem	6	5	4	3	2	1

## Anexo 1

	Concordo totalmente	Concordo	Concordo um pouco	Discordo um pouco	Discordo	Discordo totalmente
36. É importante que a empresa invista regularmente em sistemas em tecnologia da informação	6	5	4	3	2	1
37. É fundamental que uma empresa utilize computadores com boa performance	6	5	4	3	2	1
38. É fundamental a capacidade de inovação da empresa através de investimento em melhorias dos processos produtivos	6	5	4	3	2	1
39. É fundamental a capacidade de inovação da empresa através do investimento em pesquisa e desenvolvimento de produtos	6	5	4	3	2	1
40. É importante que a empresa tenha parcerias tecnológicas	6	5	4	3	2	1
41. Boa empresa é aquela que satisfaz e fideliza seus clientes	6	5	4	3	2	1
42. É importante que os fornecedores tenham grande poder de negociação	6	5	4	3	2	1
43. Organização de sucesso é a que proporciona experiência única e satisfatória para seus clientes	6	5	4	3	2	1
44. Bom relacionamento operacional e comercial com o fornecedor agrega valor ao produto da empresa	6	5	4	3	2	1
45. Empresa atrativa é a que construiu marca forte	6	5	4	3	2	1
46. É essencial que a empresa tenha política de promoções e preços	6	5	4	3	2	1
47. Empresas que utilizam demasiadamente promoções depreciam o valor da sua marca	6	5	4	3	2	1
48. Boa empresa é a que oferece diferencial aos seus produtos através da oferta de serviços agregados (ex.: assistência técnica)	6	5	4	3	2	1
49. A empresa deve ter processo de distribuição que atenda as expectativas do clientes	6	5	4	3	2	1
50. É importante que a empresa tenha política de patentes	6	5	4	3	2	1

## Anexo 1

	Concordo totalmente	Concordo	Concordo um pouco	Discordo um pouco	Discordo	Discordo totalmente
51. É fundamental que a empresa tenha carteira de clientes diversificada	6	5	4	3	2	1
52. A localização da empresa é de grande relevância	6	5	4	3	2	1
53. Empresa de sucesso é aquela que detêm tecnologia exclusiva	6	5	4	3	2	1
54. A empresa é um bom negócio quando seu setor encontra-se em franco crescimento	6	5	4	3	2	1
55. Empresa tem mais valor quando oferece um produto diferenciado ao mercado	6	5	4	3	2	1
56. É importante a empresa conhecer profundamente o mercado onde atua	6	5	4	3	2	1
57. É importante que a empresa tenha capacidade de fazer grandes investimentos de capital	6	5	4	3	2	1
58. A estabilidade de preço contribui para o sucesso da empresa	6	5	4	3	2	1
59. Empresas com alta liquidez de ações são mais atraentes para investidores	6	5	4	3	2	1
60. Alta liquidez de ações representa maior facilidade de conseguir sócios	6	5	4	3	2	1
61. Empresa com controle acionário concentrado não é tão boa quanto que tem um controle acionário pulverizado	6	5	4	3	2	1
62. É importante ter acionistas de peso com participação relevante porque facilita maior acesso a crédito	6	5	4	3	2	1
63. Empresas que têm executivos competentes e reconhecidos tem maior facilidade de acesso a crédito	6	5	4	3	2	1
64. É importante que a empresa pague dividendos acima da média de seus concorrentes	6	5	4	3	2	1
65. Boa empresa é aquela que pode até comprometer e/ou reduzir o pagamento dos dividendos, mas não deixa de investir	6	5	4	3	2	1
66. Boa empresa é aquela que tem política de pagamento de dividendos estáveis e regulares	6	5	4	3	2	1
67. Empresa que atinge os resultados (lucro) esperados pelos acionistas tem maior valor	6	5	4	3	2	1

Anexo 2

<i>Stakeholder</i>	afirmação	média
CLIENTES	2	4,73
	51	4,97
	41	5,47
	47	3,77
	46	4,30
	48	5,13
	49	5,25
	43	4,55
CONCORRENTES	54	4,02
	3	5,55
	50	4,94
	53	3,66
	55	5,02
COMUNIDADE	16	2,90
	19	3,37
	52	4,06
	24	4,60
	17	4,40
	7	4,83
	22	5,22
	32	2,25
	31	2,64
	21	4,93
	25	4,41
FUNCIONÁRIOS	6	5,35
	8	4,01
	20	3,40
	23	5,18
	10	3,49
	12	4,84
	36	5,43
	37	5,15
	38	5,52
	39	5,54
	9	3,91
	11	4,39
GOVERNO	15	3,28
	58	4,33
	5	5,05

Anexo 2

EXECUTIVOS	28	3,55
	56	5,81
	13	5,44
	27	3,25
	63	4,99
FORNECEDORES	44	4,92
	40	5,02
	42	3,52
	4	5,25
MÍDIA	45	4,79
	33	4,57
	34	5,00
	35	5,09
BANCOS	1	4,75
	26	3,03
	14	5,49
	57	4,25
	30	4,00
	29	3,51
SÓCIOS	18	5,12
	62	4,01
	65	4,17
	64	3,94
	66	4,59
	67	5,29
	60	4,69
	59	4,99
	61	3,34

## Anexo 3

### Agglomeration Schedule

Stage	Cluster Combined		Coefficients	Stage Cluster First Appears		Next Stage
	Cluster 1	Cluster 2		Cluster 1	Cluster 2	
1	6	12	,000	0	0	9
2	2	10	4,000E-04	0	0	4
3	1	4	4,000E-04	0	0	8
4	2	13	1,700E-03	2	0	6
5	11	14	2,500E-03	0	0	10
6	2	8	4,433E-03	4	0	9
7	5	7	8,100E-03	0	0	10
8	1	3	1,450E-02	3	0	11
9	2	6	3,258E-02	6	1	11
10	5	11	4,675E-02	7	5	12
11	1	2	,369	8	9	13
12	5	9	,435	10	0	13
13	1	5	1,126	11	12	0

## Anexo 4

### Rotated Component Matrix

	Component			
	1	2	3	4
CANAIS	,711	,125	,190	-,148
CONSAGRE	,221	,109	,791	-3,150E-03
EXECUTIV	,758	3,580E-02	8,936E-02	,125
FUNCESTR	,628	,286	,401	-1,669E-02
FUNCHUMA	,558	,438	-,128	,175
MAJORITA	,178	,665	,249	1,660E-02
MINORITA	6,022E-02	,808	8,294E-02	,244
COM.SOC	,719	,107	4,940E-03	,139
COM.CULT	6,919E-02	,682	,185	6,334E-02
FORNECED	,494	,330	,106	-,536
GOVERNO	-7,779E-02	,184	,696	-1,425E-02
Mídia	,331	,625	,143	-,211
Concorrentes	,284	,231	,602	,398
BANCOS	,293	,333	,151	,713

Extraction Method: Principal Component Analysis. Rotation Method - Varimax with Kaiser Normalization. a Rotation converged in 8 iterations.