

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
CENTRO UNIVERSITÁRIO DE JARAGUÁ DO SUL**

**ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR: UMA ABORDAGEM  
CONCEITUAL COMPARADA COM A REALIDADE DE UMA  
EMPRESA DO RAMO DE TELECOMUNICAÇÕES**

**HELIO LIVIO TOMASELLI**

**Jaraguá do Sul (SC), setembro de 2002**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL – UFRGS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – PPGA  
CENTRO UNIVERSITÁRIO DE JARAGUÁ DO SUL – UNERJ**

**MESTRADO INTERINSTITUCIONAL  
UFRGS/PPGA – UNERJ**

**ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR: UMA ABORDAGEM  
CONCEITUAL COMPARADA COM A REALIDADE DE UMA  
EMPRESA DO RAMO DE TELECOMUNICAÇÕES**

Dissertação de Mestrado apresentada  
ao Programa de Pós-Graduação em  
Administração da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul como  
requisito para obtenção do título de  
Mestre em Administração.

**HELIO LIVIO TOMASELLI**

Orientador: Prof. Dr. OSCAR CLAUDINO GALLI

**UFRGS**  
Escola de Administração  
**BIBLIOTECA**  
R. Washington Luiz, 855  
Fone: (51) 316-4000 - Fax: (51) 316-3991  
CEP 90010-460 - Porto Alegre - RS - Brasil

Jaraguá do Sul (SC), setembro de 2002

## RESUMO

O presente trabalho trata da Administração Baseada em Valor (VBM do inglês *Value Based Management*), que é uma ferramenta de auxílio à administração de empresas, que busca a identificação de *value drivers*, que são controles internos a serem monitorados, que devem abranger os principais pontos vistos pelo mercado como criadores de valor, pois o objetivo central da VBM é a majoração de valor para o acionista. A VBM também se utiliza do fluxo de caixa descontado (DCF do inglês *Discounted Cash Flow*). O objetivo central desta dissertação é fazer uma análise comparativa da estrutura interna de funcionamento e acompanhamento e dos controles de uma organização do segmento de telecomunicações com a filosofia da VBM, identificando o distanciamento de uma para com a outra. A empresa pesquisada é a Dígitro Tecnologia Ltda., de Florianópolis, que não utiliza a VBM. É uma pesquisa quantitativa e foi desenvolvida através do método de estudo de caso. Sua investigação foi dividida em três pontos principais: (1) a identificação, na empresa, da estrutura básica necessária para a implantação da Administração Baseada em Valor, (2) os itens necessários para se montar um DCF e (3) os controles internos possuídos pela organização, que possam servir como *value drivers* ou suas intenções de implantar controles. O estudo de caso foi único e exploratório, contando com a aplicação de entrevistas semi-estruturadas, observação direta e coleta de documentos. Conclui-se que a organização pesquisada está distante da filosofia da VBM, porém, com intenção de utilizar-se de inúmeros conceitos da Administração Baseada em Valor para auxiliar sua gestão.

*Palavras-chave: Administração Baseada em Valor; VBM; Avaliação de Empresas; Value Drivers; Fluxo de Caixa Descontado; DCF.*

## ABSTRACT

The present study is about Value Based Management (VBM), which is a tool to help Business Administration. VBM searches the recognition of the value drivers, which are internal controls to be supervised and must cover the main aspects seen by the market as something to increase the value of a company, that is the main objective of VBM. This tool also uses the Discounted Cash Flow (DCF). The main goal of this work is a comparative analysis of the internal functioning and monitoring structure and the internal controls from a telecommunication company with the VBM philosophy, identifying the extent from one to the other. The organization searched is Dígitro Tecnologia Ltda., from Florianópolis, state of Santa Catarina, in Brazil, where the VBM is not used. The research is quantitative and was developed by the method of study of case. Its investigation was divided in three main points: (1) the identification in the organization of the basic structure needed for the implementing of VBM, (2) the necessary items to build a DCF and (3) the internal controls used by the company, which can be considered value drivers or its intentions to have them. The study of the case is unique and exploratory, it is based on interviews, observation and documental evidence. The conclusion of this work is that the researched organization is distant from the VBM philosophy, although, it intends to use some of the Value Based Management concepts to help its administration.

*Keywords: Value Based Management; VBM; Valuation; Value Drivers; Discounted Cash Flow; DCF.*

## SUMÁRIO

RESUMO .....	2
ABSTRACT.....	3
SUMÁRIO .....	4
LISTA DE TABELAS .....	7
LISTA DE GRÁFICOS .....	8
LISTA DE FIGURAS .....	9
<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
1.1 TEMA E JUSTIFICATIVA .....	11
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA .....	13
1.2.1 Objetivo Geral .....	14
1.2.2 Objetivos Específicos .....	14
<b>2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA .....</b>	<b>15</b>
2.1 CONCEITO DE ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR .....	16
2.1.1 Administradores e Acionistas .....	17
2.1.2 Acionistas e Partes Interessadas.....	18
2.2 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	19
2.2.1 Fluxo de Caixa Descontado.....	20
2.2.2 Itens para Montagem do Fluxo de Caixa Descontado .....	26
2.3 <i>VALUE DRIVERS</i> .....	27
2.4 AS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS E A ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR .....	30
2.5 ESTRUTURA NECESSÁRIA PARA A ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR.....	31
2.5.1 Estratégia Clara para Todos.....	32
2.5.2 Alta Administração Apoiando a Implantação .....	33
2.5.3 Conhecimento do Segmento de Atuação .....	33

2.5.4	Tomada de Decisão Atrelada aos Objetivos da Administração Baseada em Valor.....	34
2.5.5	Remuneração Atrelada aos Objetivos da Administração Baseada em Valor.....	35
2.5.6	Treinamento e Aperfeiçoamento Constante .....	36
2.6	PROBLEMAS COM A ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR.....	37
2.7	BALANCED SCORECARD E A ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR.....	37
2.8	VALOR ECONÔMICO AGREGADO E A ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR .....	38
<b>3</b>	<b>MÉTODO E PROCEDIMENTOS .....</b>	<b>41</b>
3.1	MÉTODO .....	41
3.2	ETAPAS DA PESQUISA.....	42
3.3	DESCRIÇÃO DAS ETAPAS.....	42
3.4	COLETA DE DADOS .....	43
3.4.1	Instrumento de Pesquisa .....	46
3.5	VÍNCULO COM OS OBJETIVOS .....	47
<b>4</b>	<b>COLETA E ANÁLISE DOS DADOS .....</b>	<b>49</b>
4.1	A EMPRESA .....	49
4.2	O SEGMENTO DE TELECOMUNICAÇÕES .....	51
4.3	ESTRUTURA NECESSÁRIA PARA A ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR.....	53
4.3.1	Estratégia Clara para Todos.....	54
4.3.2	Alta Administração Apoiando a Implantação .....	55
4.3.3	Conhecimento do Segmento de Atuação .....	55
4.3.4	Tomada de Decisão Atrelada aos Objetivos da Administração Baseada em Valor.....	56
4.3.5	Remuneração Atrelada aos Objetivos da Administração Baseada em Valor.....	56
4.3.6	Treinamento e Aperfeiçoamento Constante .....	56
4.3.7	Comparação das Respostas dos Itens da Estrutura Necessária ..	57
4.4	ITENS PARA MONTAGEM DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	57
4.5	VALUE DRIVERS.....	59
4.5.1	Genéricos.....	59

4.5.2	Processo de Compras e Suprimentos .....	61
4.5.3	Processo Produtivo .....	62
4.5.4	Distribuição .....	63
4.5.5	Vendas .....	64
4.5.6	Marketing .....	66
4.5.7	Inovação – Pesquisa e Desenvolvimento .....	67
4.5.8	Finanças.....	68
4.5.9	Recursos Humanos .....	69
4.5.10	Tecnologia da Informação .....	70
4.5.11	Relações com o Governo .....	70
4.5.12	Comparação das Respostas das Áreas.....	71
4.6	COMENTÁRIOS FINAIS .....	72
<b>5</b>	<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>74</b>
5.1	LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	78
5.2	SUGESTÕES PARA FUTUROS ESTUDOS .....	78
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>80</b>
	<b>ANEXO I – ENTREVISTA SEMI-ESTRUTURADA.....</b>	<b>83</b>
	<b>ANEXO II – ORGANOGRAMA DÍGITRO TECNOLOGIA LTDA.....</b>	<b>89</b>

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Cálculo de WACC.....	21
Tabela 2: Relação de Documentos Coletados.....	44
Tabela 3: Áreas e Cargos das Pessoas Entrevistadas .....	45
Tabela 4: Faturamento Anual da Dígitro Tecnologia Ltda.....	50
Tabela 5: Maiores Concorrentes da Dígitro Tecnologia Ltda. ....	53
Tabela 6: Respostas para os Itens da Estrutura Básica Necessária para a VBM. ....	57
Tabela 7: Respostas para os Itens para Montagem do DCF. ....	59
Tabela 8: Controles por Área como <i>Value Drivers</i> . ....	72

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Fluxo de Caixa Líquido Projetado .....	23
Gráfico 2: Fluxo de Caixa Líquido Descontado.....	23
Gráfico 3: Comparação entre Fluxo Explícito e Perpetuidade.....	24

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: <i>Value Drivers</i> .....	29
--------------------------------------	----

# 1 INTRODUÇÃO

O presente estudo aborda a Administração Baseada em Valor (VBM, do inglês *Value Based Management*), que é uma ferramenta de forte poder de auxílio à administração das organizações, influenciando em todas as rotinas internas e principalmente na tomada de decisões, seja na alta administração ou nos níveis operacionais.

Nesta pesquisa desenvolveu-se, a partir do estudo da literatura existente e do trabalho de campo e análise do pesquisador, uma análise comparativa da filosofia da VBM com a realidade de uma organização do ramo de telecomunicações. Foi também escrito o processo de gestão da empresa objeto do estudo, desenvolvida uma relação com a estrutura básica necessária para se iniciar um processo de implantação da VBM e criado um rol com os principais itens para os quais deve-se buscar indicadores para a monitoração do principal objetivo da Administração Baseada em Valor.

Na organização pesquisada foram analisados três pontos principais: (1) a estrutura básica necessária para a implantação da VBM, (2) controles que possam servir para a monitoração da evolução do fluxo de caixa e (3) controles que sirvam como *value drivers*. Todos estes itens são importantes para a Administração Baseada em Valor e estão melhor explicados no capítulo Revisão Bibliográfica. Na análise verificou-se a existência ou intenção de se construir cada um destes.

Para a exposição dessa abordagem este trabalho foi dividido em cinco seções. A primeira seção, a introdução, traz uma abordagem inicial sobre o assunto central e uma justificativa para a execução da pesquisa, assim como seus objetivos.

A segunda faz uma revisão bibliográfica da matéria que serve de base para o estudo, estando estruturada de forma a abranger o assunto pertinente ao trabalho e

a proporcionar um bom entendimento ao leitor.

A seção seguinte expõe o método e os procedimentos adotados para a confecção deste trabalho, tanto para a pesquisa de campo quanto para a análise dos dados.

A quarta demonstra os resultados da coleta e da análise de dados, dispostos em subtítulos que seguem a mesma linha da divisão do formulário da pesquisa semi-estruturada, apresentado no anexo I e comentado na seção anterior a esta.

A última seção traz as conclusões do autor deste texto.

## 1.1 TEMA E JUSTIFICATIVA

A maioria das organizações voltadas a obtenção de lucro busca, em última análise, uma melhor remuneração para seus acionistas. Rappaport (2001) afirma que os conselhos administrativos e os executivos CEOs (*Chief Executive Officer*) quase universalmente abraçaram a idéia de maximizar o valor para o acionista. Kaplan e Norton (2001) também corroboram com essa premissa, acrescentando que a criação de valor para os acionistas é o desfecho almejado por toda estratégia. Isso, porém, não tem se constituído em prática comum e muito menos de fácil solução, tendo como principal obstáculo a dificuldade de busca de uma coerência na alocação de esforços e recursos.

Nesse contexto é que entra a Administração Baseada em Valor, ferramenta que se propõe a direcionar as empresas para trabalharem a geração de valor para seu acionista. Conforme Copeland, Koller e Murrin (2000), a VBM é uma abordagem administrativa segundo a qual as aspirações da empresa, suas técnicas analíticas e seus processos gerenciais são alinhados para ajudá-la a maximizar seu valor. Maximizar seu valor representa, no caso, majorar o valor para os acionistas, não sendo representado apenas por dividendos distribuídos, mas também pelo preço de mercado de suas ações ou de suas empresas.

A VBM é normalmente interpretada como um método de medição de geração

de valor, que se utiliza sempre do fluxo de caixa que se espera que uma organização realize no futuro, utilizando-se de vários métodos, como comenta Martin e Petty (2000): incluindo *fluxo de caixa livre*, *valor econômico agregado*, *valor de caixa agregado*, e *retorno de fluxo de caixa sobre investimento*. Também confirmam o uso, em todos os casos, do fluxo de caixa, quando comentam que o princípio destacado que fundamenta a Administração Baseada em Valor é o modelo do caixa descontado para o valor de uma firma.

Porém, a VBM não se limita à simples mensuração de valor. É também um modelo de auxílio à administração, utilizando-se de artifícios para buscar efetivamente o direcionamento da organização na busca da maximização do valor para os acionistas. Para isso ela possui os *value drivers*<sup>1</sup>, que são mecanismos de medição e de controle, definidos para cada área da empresa, onde operacionalmente e em tempo real as pessoas que ali trabalham têm condição de perceber desvios que possam minar ou estagnar o crescimento de seu valor. Copeland, Koller e Murrin (2000), após comentarem sobre a abordagem da VBM, citada anteriormente, complementam dizendo que isso se dá através da importância atribuída pelo processo decisório e pela alta administração aos principais *value drivers*. Os autores ainda colocam que o pessoal da linha de frente precisa aprender a usar métricas de desempenho baseadas em valor para tomar melhores decisões.

Os maiores defensores da VBM se baseiam nos problemas informativos que a contabilidade tradicional possui. Salazar (2001) comenta que acadêmicos e profissionais de mercado estão descontentes. Eles entendem que as normas contábeis tradicionais são insuficientes porque não acompanham a oscilação dos ativos e passivos financeiros. Essa discussão não é apenas recente. Há uma década e meia Rappaport (1986) já criticava o embasamento no resultado da empresa, colocando cinco importantes motivos para não se ater à última linha do demonstrativo do resultado:

- Podem ser empregados métodos alternativos de contabilidade.
- O risco está excluído.

---

<sup>1</sup> Rappaport (2001) traduz o termo para direcionadores de valor, mas manteve-se em inglês por já estar mais difundido na área contábil/administrativa.

- As necessidades de investimentos não são consideradas.
- As políticas de dividendos não são levadas em conta.
- O valor do dinheiro no tempo é ignorado<sup>2</sup>.

Mas a VBM não é aceita por todos. Assim como os principais decisores nas empresas vêm aceitando e aderindo cada vez mais à sua filosofia, aumenta também o número de críticas contra sua prática. Rappaport (2001) comenta que o principal papel da abordagem do valor para o acionista na alocação de recursos em uma economia baseada em mercado está longe de ser aceito universalmente. Essa adversidade se dá principalmente em países onde as tradições de assistência social são maiores, questionando muitos dos procedimentos tidos como corretos pela VBM.

Por ser uma técnica de grande auxílio à administração das organizações, tendo inúmeros defensores, mas também muitas críticas negativas, faz jus uma investigação. Essa investigação demonstra-se mais benéfica pelo fato de estar sendo praticada em uma empresa nacional, pois todos os trabalhos pesquisados pelo autor dessa dissertação abordam empresas européias, japonesas ou norte-americanas e, normalmente, de grande porte. Assim, estar-se-á buscando, conforme o objetivo mencionado adiante, uma análise da VBM em uma organização catarinense e de médio porte.

Assim, a principal contribuição desse trabalho é demonstrar, na empresa pesquisada, o distanciamento desta para com a Administração Baseada em Valor ou sua implantação.

## 1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Os objetivos propostos para o desenvolvimento desta pesquisa são:

---

<sup>2</sup> O valor do dinheiro no tempo não trata de sua desvalorização monetária por causa do processo inflacionário, mas sim da perda que se teria pelo fato de não se aplicar o capital, por ser disponível apenas futuramente.

### **1.2.1 Objetivo Geral**

- Analisar comparativamente a estrutura interna de funcionamento e acompanhamento e os controles da Dígitro Tecnologia Ltda. com a filosofia da Administração Baseada em Valor.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- Escrever o processo de gestão da Dígitro Tecnologia Ltda., sob a ótica da Administração Baseada em Valor;
- Desenvolver uma relação com a estrutura básica necessária para se iniciar um processo de implantação da Administração Baseada em Valor e
- Criar uma relação dos principais itens para os quais deve-se buscar indicadores no intuito de monitorar o crescimento do valor de uma organização.

## 2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Na década de oitenta as grandes corporações utilizaram-se de aquisições de outras organizações para obter crescimento rápido e dominar mercados. Rappaport (2001) até utiliza o termo caçadores de empresas, da década de 80. Muitas expandiram as áreas de atuação, ampliando seu foco.

Desde o início da década de 90 tem se alterado o cenário, dando-se muito mais importância à criação de valor para os acionistas. O valor para o acionista é abordado na VBM e seu principal objetivo é direcionar a empresa para a criação de valor para os acionistas, no intuito de majorar o preço de suas organizações, como comentado no capítulo Introdução. Martin e Petty (2000) afirmam que para um acionista, um investimento é de sucesso quando o valor dos fundos do investidor cresce. Logo após, os autores acrescentam que a noção de que um administrador de empresas deve tomar decisões que levem ao aumento do valor para os acionistas está longe de controvérsias.

A estruturação deste capítulo está disposta da seguinte forma:

- Conceituação da Administração Baseada em Valor;
- Abordagem sobre alguns métodos de avaliação de empresas;
- Definição de *value drivers*;
- Abordagem da relação entre a Administração Baseada em Valor e as informações contábeis;
- Apanhado da estrutura necessária para se implantar a Administração Baseada em Valor;
- Abordagem de problemas com a Administração Baseada em Valor e
- Abordagem sobre o Balanced Scorecard comparado-o com a Administração Baseada em Valor.

## 2.1 CONCEITO DE ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR

Dentro das organizações, existem dois tipos de atividade, conforme Scott (2000): aquelas que direcionam para a criação de valor e aquelas que direcionam para custos improdutivos. Nesse ponto é que está o principal desafio dos administradores: direcionar o esforço para as atividades criadoras de valor.

Obviamente não está se falando apenas de itens produtivos ou improdutivos, mas sim, de atividades que gerem aumento no preço de mercado das organizações, o que significa geração de valor para o acionista. Scott (2000) comenta que não há dúvidas que nos dias atuais o principal desejo dos administradores é o aumento do valor para os acionistas.

A busca da Administração Baseada em Valor não é um fenômeno recente. Conforme relatório do IFAC (2001), por volta de 1995, a atenção foi alterada para a geração ou criação de valor por meio do uso efetivo dos recursos, com o uso de tecnologias, tais como exame dos direcionadores de valor ao cliente, valor para o acionista e inovação organizacional. Mas, conforme Rappaport (1986), já na década de 80 a Administração Baseada em Valor vinha sendo introduzida e implantada com sucesso em um número crescente de organizações.

O objetivo de implementar a VBM numa empresa é a introdução de uma linha de pensamento similar ao do proprietário de um negócio que trabalha como administrador, onde todas as suas decisões estejam direcionadas ao aumento ou pelo menos à preservação de seu patrimônio, investindo esforços nas atividades que majorem seu valor. Martin e Petty (2000), comentando sobre essa necessidade, comentam em transformar um funcionário que pensa igual a um funcionário em um funcionário que pensa igual ao dono.

Para isso, é necessária a identificação de medidas em vários níveis da organização que sirvam de parâmetro para os funcionários agirem de forma a buscar a majoração do valor, controlando parte do processo. Essas medidas não necessariamente devem ser financeiras, mas devem estar vinculadas com os propósitos da área. Porém, seu objetivo não se altera, continuando a ser a

maximização de valor para o acionista. Martin e Petty (2000) comentam que a performance administrativa deve ser medida e recompensada, utilizando métricas que possam ser vinculadas diretamente à criação de valor para os acionistas.

Não são as medidas que irão transformar o pensamento das pessoas que trabalham numa empresa, mas com elas essas poderão buscar resultados específicos de suas áreas e factíveis, que no todo trarão a majoração do valor para o acionista. Essas medidas são chamadas de *value drivers*, que são comentados adiante.

A VBM também fornece muitos subsídios para o cálculo do valor de mercado das organizações, mesmo porque se faz necessário para comparações de período para período, verificando se houve ou não sua majoração.

### **2.1.1 Administradores e Acionistas**

Os objetivos dos acionistas e administradores, quando não estão representados na mesma pessoa, dentro de uma organização, quase sempre se diferem. Helfert (2000) coloca que existem muitos indivíduos ou grupos diferentes interessados no sucesso ou fracasso de determinado negócio os mais importantes são: (1) Proprietários (investidores); (2) Administradores e (3) Fornecedores e credores. Os fornecedores e credores não interessam nesse ponto da discussão, mas os proprietários (acionistas) e os administradores, sim. Helfert continua abrindo um quadro de índices de interesse para cada um dos relacionados anteriormente.

Rappaport (2001) também ilustra esse problema quando comenta que em um mundo em que os principais (por exemplo, acionistas) têm um controle imperfeito sobre seus agentes (por exemplo, gestores), esses agentes podem nem sempre se engajar em transações de interesse exclusivo dos principais. O autor ainda acrescenta que os administradores, como outras pessoas, agem em interesse próprio.

Esse fato mostra uma forte necessidade de se criar, nas organizações, uma sensação de que quanto melhor for o resultado para os acionistas melhor será para

os gestores, ou seja, os objetivos dos acionistas e dos administradores, assim como suas remunerações e outros benefícios, devem estar atrelados. Esse item será mais abertamente comentado à frente, quando se abordará a remuneração dentro da organização.

Rappaport (2001) é enfático ao acrescentar que mesmo quando os executivos possuem participação em suas empresas, seu ponto de vista na aceitação de risco pode diferir daquele dos acionistas. O autor defende que mesmo em empresas administradas pelos seus próprios acionistas há a necessidade de se buscar a filosofia da VBM.

### **2.1.2 Acionistas e Partes Interessadas<sup>3</sup>**

Vários são os grupos que criticam a adoção de uma abordagem voltada para a majoração de valor para o acionista como objetivo primordial de uma empresa. Esses grupos, que são as partes interessadas, buscam objetivos sociais, ecológicos, financeiros ou outros. Rappaport (2001) comenta que na década de 90 as discussões da gestão das empresas estavam repletas com referências a “balancear os interesses de todos que os mantêm na empresa”. Alguns exemplos deles: ONGs, Governo, empregados, fornecedores e clientes.

Uma defesa da VBM sobre o foco no valor para o acionista é que, como esse é embasado na geração de caixa, ele deve levar em consideração todos os eventos que futuramente possam afetar a organização e fazer com que tenha maior ou menor realização de caixa. Se uma degradação ecológica causada pela empresa poderá fazê-la ter seu fluxo de caixa afetado negativamente, esta deve estudar e buscar soluções ou alternativas que eliminem o problema. Copeland, Koller e Murrin (2000) colocam que o valor é a melhor métrica de desempenho porque é a única que exige informação completa. Não adianta uma organização servir a todos num curto período de tempo e servir a ninguém no médio ou longo prazo, como aconteceria numa necessidade de demissão, que se não ocorresse, comprometeria toda a operação.

---

<sup>3</sup> Partes interessadas é tradução de Rappaport (2001) do termo em inglês *stakeholders*.

Outra defesa está no fato de que uma organização que tem seu valor majorado certamente estará levantando consigo benefícios para todas as partes interessadas. Rappaport (2001) comenta que a maioria dos executivos e legisladores públicos reconhece que aumentos no preço da ação refletem melhorias na produtividade e competitividade, o que beneficia a todos que mantêm interesse na empresa e na economia em geral.

## 2.2 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Existem algumas formas de avaliação de empresas, sendo exemplos:

- Preço de suas ações na bolsa de valores;
- Lucro Econômico e
- Fluxo de Caixa Descontado.

O preço de suas ações na bolsa de valores é uma forma bastante simples e rápida de se calcular o valor da empresa, consistindo basicamente na multiplicação do valor unitário de uma ação pelo total de ações existentes. Os adeptos da VBM listam dois principais problemas nesse formato de avaliação: (1) impossibilidade das tentativas de trabalho sobre os pontos que provocariam aumento ou diminuição deste e (2) em negociação completa da organização, sempre haveriam grandes alterações nesses valores pelos boatos que poderiam ser gerados.

O cálculo pelo Lucro Econômico é a diferença entre o retorno sobre o capital investido e seu respectivo custo, ano após ano. O lucro econômico não é em si o valor da empresa, mas calcula o valor que foi ou será aumentado ou diminuído neste. Conforme Copeland, Koller e Murrin (2000), ele se assemelha muito com a análise sobre a receita líquida contábil, com a diferença de que, nele, a empresa é explicitamente cobrada por todo o capital, e não apenas pela dívida na forma de juros.

O Fluxo de Caixa Descontado (DCF do inglês *Discounted Cash Flow*) é basicamente a identificação do valor presente do fluxo de caixa livre que a empresa

gerará, que foi aplicado a uma taxa de desconto identificada pelas características e risco da empresa e do segmento econômico onde atua, influenciados por sua estrutura de capital. Essa taxa de desconto tem o intuito de espelhar o custo do capital no tempo. A seguir trataremos mais detalhadamente o DCF, com a exposição de um exemplo.

### **2.2.1 Fluxo de Caixa Descontado**

O cerne do cálculo do valor de mercado de uma empresa através do método do Fluxo de Caixa Descontado é a geração de caixa que esta proporcionará. Esse formato não vai de encontro ao que a maioria das análises utiliza, que são os resultados apurados pela área contábil, para os anos passados, o corrente ou o seguinte. Copeland, Koller e Murrin (2000) comentam que muito embora o lucro por ação seja útil em certas situações, sua simplicidade leva os administradores a ignorar outros fatores importantes que afetam o valor de uma empresa. Ele pode, portanto, levar os administradores a fazer ou permitir escolhas que destruam o valor a longo prazo, quase sempre sem a melhoria esperada no preço da ação a curto prazo. Seguem colocando que o lucro contábil só será útil em termos de avaliação quando os lucros forem uma boa aproximação do fluxo de caixa previsto para a empresa a longo prazo. Guerreiro *appud* Padoveze (2001) corrobora afirmando que em termos econômicos, o lucro é visto como a quantia máxima que a firma pode distribuir como dividendos e ainda continuar tão bem ao final do período como estava no começo. Continuar tão bem, economicamente falando, é interpretado como manter o capital intacto em termos de valor descontado do fluxo de recebimentos líquidos futuros. Salazar (2001) adiciona que a prática já consagrou (...) a geração de caixa como padrão de desempenho.

Mas, para calcular o valor de uma empresa não se somam apenas os valores anuais a serem produzidos como fluxo de caixa, pois estes não estão ainda descontados do custo do capital, ou seja, deve se aplicar uma taxa de desconto sobre esses valores com a finalidade de extrair o custo de oportunidade e os riscos eminentes ao negócio ou à empresa.

Uma das formas mais utilizadas para cálculo dessa taxa é o Custo Médio

Ponderado do Capital (WACC do inglês *Weighted Average Cost of Capital*). Copeland, Koller e Murrin (2000) expõem que tanto credores como acionistas esperam ser recompensados pelo custo de oportunidade de se investir recursos em um negócio específico no lugar de investir em outros negócios com risco equivalente. O custo médio ponderado do capital (WACC) é a taxa para descontar o valor do dinheiro no tempo, convertendo o fluxo em valor presente para comparação entre as diversas alternativas de investimento.

Os autores citam não apenas os acionistas, mas também os credores. Isso se dá porque, conforme o nome, “custo médio ponderado de capital”, envolve uma média entre os custos dos capitais de terceiros (credores) e o custo do capital dos acionistas. Ressalta-se que o capital de terceiros é remunerado através de juros pagos e o capital dos sócios é remunerado através de dividendos e o crescimento do valor da empresa. Esta ponderação é feita com base na estrutura de capital, conforme exemplifica a tabela a seguir:

**Tabela 1: Cálculo de WACC**

(Valores expressos em percentuais)

<b>Procedência do Capital</b>	<b>Participação na Estrutura</b>	<b>Custo do Capital</b>	<b>Participação no WACC</b>
Capital de Terceiros	30,00	10,50	3,15
Capital Investido pelos Acionistas	70,00	23,00	16,10
<b>WACC</b>			<b>19,25</b>

A estrutura de capital não deve ser a do momento da avaliação da empresa, pois esta não prevalecerá durante toda vida da organização. É necessário utilizar a que se pretende atingir nos anos seguintes, que serão o objeto da avaliação para se buscar o fluxo de caixa no intuito de se aplicar a taxa de desconto. Isto pode exigir uma alteração no WACC durante os anos de projeção do fluxo de caixa.

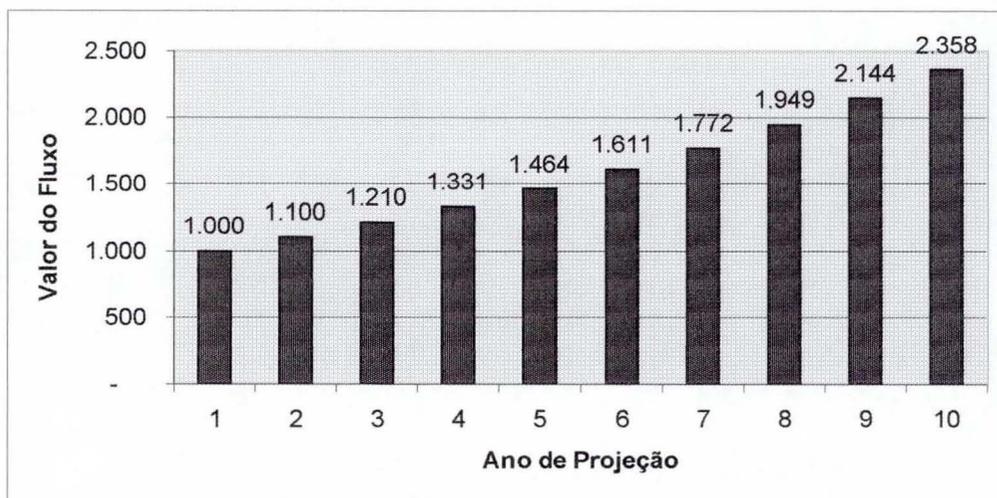
O custo do Capital de Terceiros é calculado sobre os passivos onerosos que a empresa possui, levando-se em conta os benefícios que trará pela diminuição dos impostos sobre resultado, ou seja, deve ser diminuído da taxa destes. Um exemplo

seria: se a empresa paga uma taxa de juros de 15% ao ano, e tem uma alíquota de imposto sobre resultado de 30%, o custo do capital de terceiros será de apenas 10,5%, ou seja, 15% diminuído em 30%. Esta redução deve ser considerada mesmo que a empresa não esteja tendo resultados positivos quando a legislação permitir futura compensação.

O custo do capital investido pelos acionistas deve espelhar o custo de oportunidade e os riscos inerentes à empresa ou ao seu setor de atuação dentro da economia. Uma das formas de se calcular esse custo é chamada de Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM do inglês *Capital Asset Pricing Model*). Ele é um dos mais utilizados, como colocam Damodaran e Bernstein (2000): o modelo de precificação de ativos de capital (CAPM) (...) é ainda o padrão na maioria das análises do mundo real. O CAPM não foi desenvolvido em si com o propósito específico de ser utilizado para cálculo do capital investido em uma organização, mas serve para tal, pois considera os riscos envolvidos na aplicação. Bodie, Kane e Marcus (2000) comentam que ele prediz o relacionamento entre o risco e o equilíbrio dos retornos esperados.

Existem outras formas de se calcular o custo do capital investido pelos acionistas em uma organização, sendo uma delas o Modelo de Precificação de Arbitragem (APM ou APT do inglês *Arbitrage Pricing Model* e *Arbitrage Pricing Theory* respectivamente). Este modelo é uma opção para as empresas que não possuem vínculos ou têm uma difícil identificação com o mercado de ações para determinar seu risco, o que é necessário no caso do CAPM. Ross *apud* Damodaran e Bernstein (2000) sugeriram, no final da década de 70, um modelo alternativo de medida do risco: modelo de precificação de arbitragem. Ross, Westerfield e Jaffe (1995) colocam que tanto o APT quanto o CAPM indicam que há uma relação positiva entre retorno esperado e risco.

A seguir apresentam-se dois gráficos, o primeiro representando um fluxo de caixa líquido projetado, com crescimento estimado 10% e fluxo inicial arbitrado de \$1.000, e o segundo representando este primeiro descontado pelo WACC da tabela anterior (19,25%). Os dois gráficos, conjuntamente, têm a finalidade de representar o cálculo para se chegar ao valor do DCF.

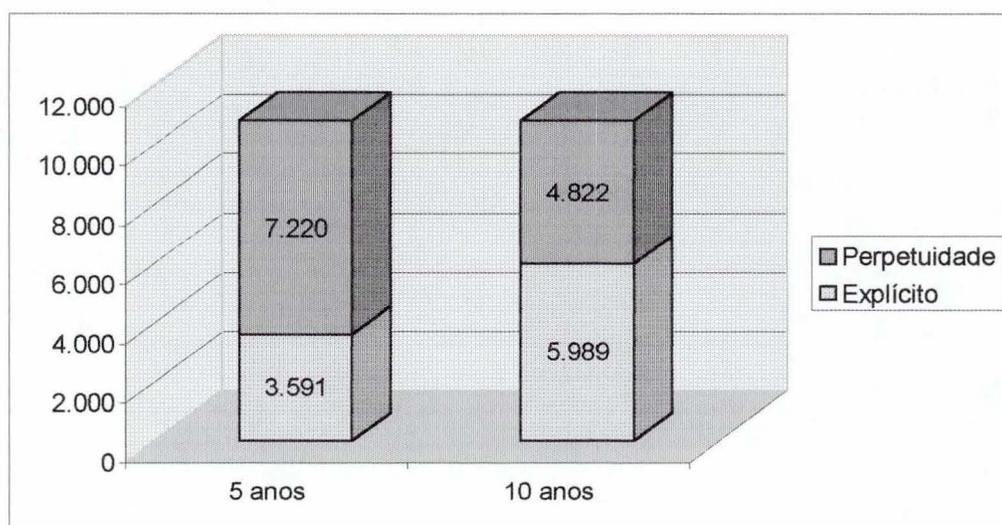
**Gráfico 1: Fluxo de Caixa Líquido Projetado****Gráfico 2: Fluxo de Caixa Líquido Descontado**

Com o valor líquido e descontado, ano a ano, basta somá-los para se conseguir o DCF de uma empresa. No exemplo anterior, seu valor fica em \$5.989, o que não representa ainda o valor da empresa, que deve ser complementado com a perpetuidade, tratada a seguir.

Na maioria das empresas não é possível projetar os fluxos de caixa explicitamente até o final de seu período de vida, devendo parar de se calcular quando esse atingir a estabilidade ou após um período de tempo onde a projeção

seja exequível, prevendo-se que de lá para frente as taxas de crescimento ou diminuição serão as mesmas. Porém, existirá também geração de caixa após esse período, que deve ser calculada. Para chegar-se ao valor dessa, após a estabilização do fluxo de caixa, a avaliação se utiliza de fórmulas próprias. Esse valor de geração calculado sobre os fluxos de caixa posteriores ao período explícito chama-se perpetuidade, e será maior ou menor, dependendo de quão longo for o período de projeção, ou seja, quanto maior o período explícito de projeção, menor será o valor da perpetuidade, pois mais anos existirão para ser aplicada a taxa de desconto sobre tal valor. A seguir gráfico para ilustrar a comparação entre o valor durante o período com fluxos explícitos e o valor da perpetuidade, com projeções de 5 e 10 anos, utilizando-se os mesmos dados dos gráficos para o cálculo do DCF apresentados anteriormente:

**Gráfico 3: Comparação entre Fluxo Explícito e Perpetuidade**



Observa-se que na projeção de 10 anos o valor da perpetuidade é menor do que na de 5, tendo relação inversa o valor do fluxo de caixa explícito. Outro fator a se destacar é que o montante total (valor da perpetuidade mais valor do fluxo explícito) é igual, independente do número de anos de projeção, estando um compensando a ausência do outro e totalizando \$10.811. Essa similaridade ocorre porque suas premissas (crescimento, WACC e fluxo inicial) são iguais.

Porém, antes de todos esses tratamentos sobre o fluxo de caixa, há a

necessidade de se chegar ao seu valor. Para isso começa-se analisando o histórico da empresa e de seu segmento de atuação. O número de anos de análise, como também o número de anos para projeções, anteriormente comentados, dependem de quão dinâmica é a empresa e o setor da economia onde atua. A indústria de tecnologia da informação, por exemplo, é muito mais dinâmica que a de mineração, necessitando nesse caso de menos anos para a análise de seu histórico, pois os anos mais distantes não representam mais proximidades da realidade que enfrenta hoje, muito menos, da que enfrentará nos anos seguintes.

Após análise histórica, deve-se fazer, na empresa e em seu setor dentro da economia, uma análise das perspectivas, tanto positivas quanto negativas, tanto no âmbito interno ou externo à empresa, como no nacional ou internacional, que possam, por ventura, interferir na estrutura do capital ou na realização dos resultados. Esses possíveis eventos devem ser espelhados na projeção para o fluxo de caixa.

Como a avaliação de uma empresa se baseia em questões de elevada subjetividade, é importante que se faça uma análise de sensibilidade, percebendo-se qual a variação em seu valor de mercado se, por exemplo, a taxa de desconto aumentasse ou diminuísse, ou como se comportaria seu setor na economia se houvesse uma recessão ou uma explosão de consumo. Bodie, Kane e Marcus (2000) afirmam que depois do analista ter previsto o estado da macroeconomia, é necessário determinar as implicações desta previsão para os setores específicos. Nem todos eles são igualmente sensíveis ao ciclo econômico. Para isso, também, se projeta mais de um cenário de performance da empresa. É comum se montar três cenários envolvendo as perspectivas de crescimento ou retração, um chamado de pessimista ou conservador, outro de otimista e um terceiro intermediário. Copeland, Koller e Murrin (2000) acrescentam que é melhor desenvolver alguns cenários e entender o valor da empresa em cada um deles do que criar uma única projeção “mais provável”.

Importante para se dar crédito a todo o trabalho de avaliação da empresa é a busca e demonstração de fatores que dêem a entender que o que está projetado é plausível de implementação e que a atual administração da empresa tem condição

de fazê-lo. Copeland, Koller e Murrin (2000) acrescentam que uma boa prevenção contra provisões excessivamente otimistas é exigir a especificação exata das ações necessárias para provocar a reviravolta e do motivo porque é provável que a administração atual implemente.

É importante também para o avaliador estar sempre consciente de que as avaliações não são precisas, pois trabalham com projeções advindas da análise do histórico e do provável futuro das organizações e dos setores da economia onde atuam. Damodaran (2002) afirma que não existe avaliação precisa. Galli (1988) corrobora, comentando que quando efetivada uma compra, se não existir um preço específico, a sua determinação é probabilística. Qualquer pessoa que tenha avaliado uma empresa sabe que os dados utilizados são estimativas e que o valor que resulta, portanto, também o é. Esse problema se agrava ainda mais quando as empresas são novas e atuantes em mercados ainda não maduros.

### **2.2.2 Itens para Montagem do Fluxo de Caixa Descontado**

Quando do cálculo do valor do fluxo de caixa, período a período, deve-se dividir sua composição em itens para facilitar sua montagem e compreensão. Essa abertura não é padrão, podendo ser maior ou menor, dependendo da necessidade de informação desejada ou do padrão adotado pelo profissional que está procedendo esse cálculo. Um modelo muito aceito, sintético, mas que abrange todos os valores necessários, é sua separação em:

- Lucro operacional;
- Investimento incremental em ativos fixos;
- Necessidade líquida de capital de giro;
- Alíquota (valor) de imposto de renda;

Os itens anteriores são os que compõem a demonstração do fluxo de caixa, que apresenta os valores líquidos a cada período. Porém, é necessário também trabalhar sua evolução, calculando seu crescimento ou sua diminuição ao longo dos períodos. Para isso, são necessários também os itens:

- Crescimento ou diminuição das vendas (faturamento)

- Custo do capital

Destaca-se a necessidade de uma visão a longo prazo, pois juntando-se o valor do fluxo explícito e da perpetuidade, tratados anteriormente, teria-se a geração de caixa de toda a vida da empresa.

### 2.3 VALUE DRIVERS

Uma organização não pode controlar ou agir diretamente sobre o preço de suas ações ou sobre seu valor de mercado no intuito de mantê-lo ou alterá-lo. A possibilidade que possui é a de agir sobre os pontos que o influenciam. Copeland, Koller e Murrin (2000) colocam que uma parte importante da VBM é o profundo conhecimento das variáveis que vão exercer impacto sobre o valor da empresa. Esses pontos são chamados de *value drivers*. A influência no preço da empresa não se dá apenas pela existência dessas variáveis, mas ocorre pelas suas variações para cima ou para baixo, influenciando seu valor proporcionalmente ao peso que lhe é atribuído pelos analistas de mercado.

Nesse caso, cabe à empresa a identificação dos *value drivers* para que possa monitorar ou mesmo controlar seu valor de mercado.

Porém, os decisores não têm como analisar ou utilizar todas as variáveis, ou *value drivers*, no momento de uma tomada de decisão. Eles precisam definir um número de variáveis passível de análise, que abranja o máximo de informações possíveis da performance da organização.

Para isso, os *value drivers* são divididos em níveis. Normalmente se usam três, que conforme Copeland, Koller e Murrin (2000) seriam:

- Genéricos;
- Específicos de unidades de negócios e
- Operacionais.

São genéricos os *value drivers* que servem para todas as unidades de

negócio da organização, mas por falta de especificidade, não podem ser utilizados nos níveis operacionais mais baixos. Os específicos são os que possuem características próprias de suas unidades de negócio, e para essas que serão controlados. Os operacionais são os vinculados às ações e decisões operacionais.

Os níveis estão relacionados com a hierarquia da empresa. A alta direção se utilizaria dos genéricos. Um nível intermediário, ou a gerência, se utilizaria dos específicos por unidade de negócio, que também poderiam ser por área. Os operacionais seriam utilizados pelos executores das funções. É claro que qualquer um deles, em qualquer um dos níveis pode ser fonte de informação para tomadas de decisão e normalmente o que ocorre é que, quando um genérico está apresentando problemas, quem o está analisando desce para os específicos e após para os operacionais para tentar localizar e sanar esta falha na origem. Ressalta-se aqui que não se deve analisar isoladamente cada *value driver*, mas sim vê-los em um conjunto para a análise do desempenho da empresa. Essa divisão em níveis não é rígida, dependendo muito de como a empresa é organizada ou como seu segmento de atuação é configurado.

Outro fato a se destacar é que, mesmo com a divisão em níveis, distribuindo a responsabilidade nas camadas da organização, nem sempre é possível utilizar-se de todos, devendo-se buscar os de maior importância.

Os *value drivers*, como buscam a monitoração dos pontos que influenciam no valor de mercado da empresa, são dinâmicos, tanto quanto os pontos de vista mercadológicos sobre geração ou não de valor, e sofrem maior ou menor influência conforme o segmento econômico ao qual se relacionam.

A seguir, um exemplo simplificado com os níveis de identificação dos *value drivers*:

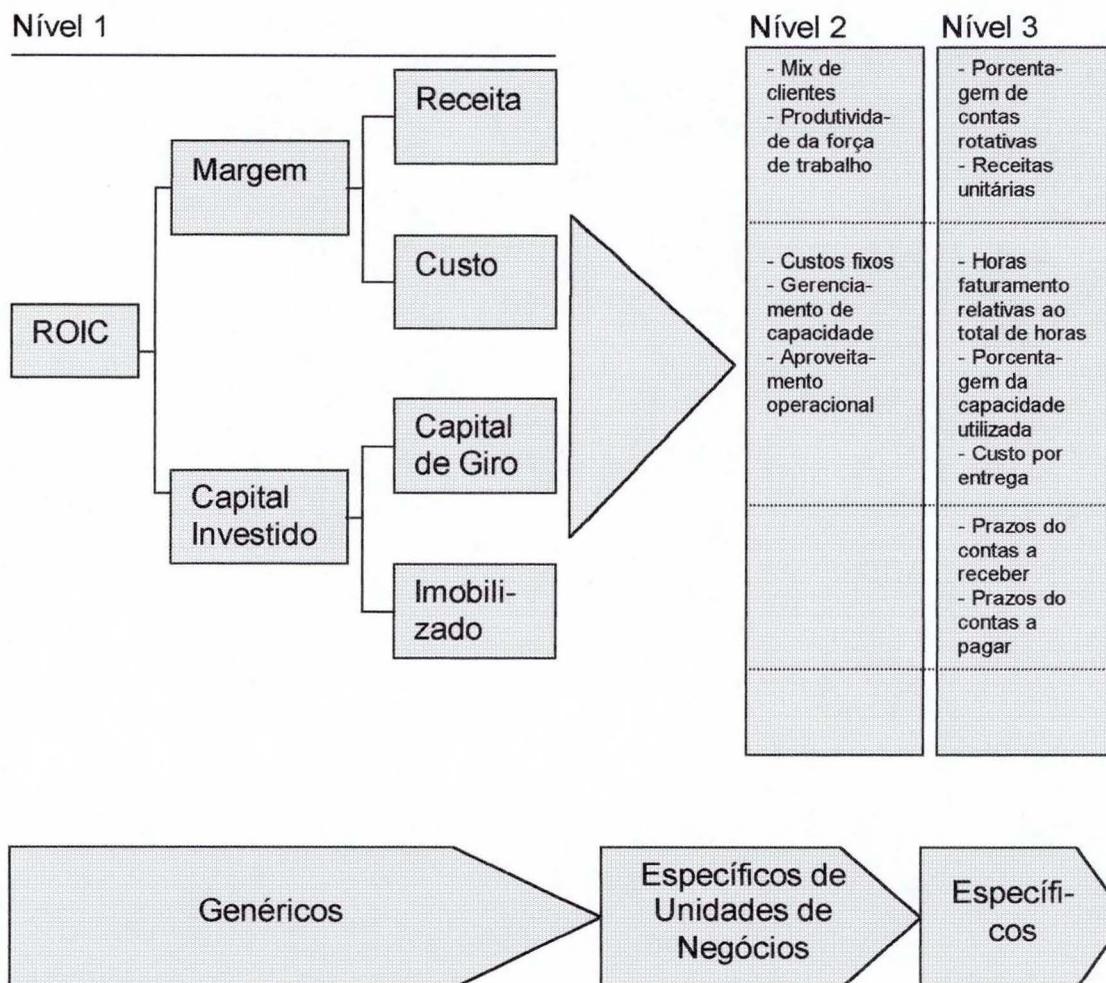


Figura 1: Value Drivers

Fonte: Copeland, Koller e Murrin (2000)

Há muitos *value drivers* que não podem ser controlados pelas organizações e mesmo que sejam percebidos problemas em relação a estes, não conseguirá a empresa interferir. Um exemplo são as mudanças na legislação, quando não tem a empresa poder de *lobby* ou outra forma de influência. Porém, estes devem, mesmo sem a possibilidade de controle, ser monitorados, pois ao se detectar problemas deve a empresa se preparar para a nova realidade e, até mesmo, já estar sob seu conhecimento de que o mercado irá avaliá-la, ou avaliar o segmento de atuação como um todo, melhor ou pior. Rappaport (2001) coloca que bons gestores irão, é claro, estar cientes de direcionadores críticos, porém incontroláveis e agirão de modo a proteger-se contra os riscos para a empresa.

## 2.4 AS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS E A ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR

É na área contábil, nas organizações, que se concentra a maior parte das informações produzidas para o suporte à tomada de decisões. Perez Junior, Pestana e Franco (1997) dizem que o papel da Controladoria (...) é assessorar a gestão da empresa, fornecendo mensuração das alternativas econômicas e, através da visão sistêmica, integrar informações e reportá-las para facilitar o processo decisório. Apesar dos autores citarem apenas a Controladoria, essa função é da área contábil como um todo, pois tanto a Contabilidade Gerencial, quanto a Contabilidade de Custos ou outras, têm vínculos com a produção e fornecimento de informação para a tomada de decisão.

Porém, se forem comparadas as informações advindas da VBM e as informações contábeis, temos uma grande diferença, principalmente no que se refere a sua amplitude. A contabilidade se limita a dados passados e à análise de seu resultado e da situação econômica e financeira, enquanto que na VBM há uma análise de todas as informações, contando também com uma perspectiva de futuro, visto que trabalha com a análise do fluxo de caixa livre nos período que se sucederão. Copeland, Koller e Murrin (2000) comentam que na *técnica de avaliação contábil*, tudo que importa é o lucro contábil da empresa. Mais adiante acrescentam que na *técnica do DCF*, o valor de uma empresa equivale aos fluxos de caixa previstos para o futuro, descontados a uma taxa que reflita o risco associado a esses fluxos. O termo “todas as informações” envolve principalmente informações subjetivas como os “ativos intangíveis”, que não são contemplados pela contabilidade, mas que numa análise pela VBM são considerados, visto que para se estimar a capacidade de geração de caixa e sua sustentabilidade serão considerados todos os fatores que possam interferir.

Os fluxos de caixa futuros, base para o cálculo do valor de uma organização, não se limitam apenas aos orçamentos de capital produzidos pela área contábil, mas sim a uma análise de todas as características da empresa, verificando-se qual sua real capacidade de se sustentar.

Há autores mais severos em suas críticas ao atual sistema contábil, como Atkinson, Banker, Kaplan e Young (2000), defendendo que as mudanças nos contextos competitivo e tecnológico tornaram o sistema de contabilidade gerencial, entre outros, inadequado. Porém, perante a VBM o maior problema da contabilidade continua sendo o fato de não perceber os ativos intangíveis e, conseqüentemente, não conseguir prever com acuracidade os fluxos de caixa futuros, o que não a invalida, mesmo porque suas informações são a base de partida para todas previsões. Isso é conseqüência de as informações contábeis serem baseadas apenas em itens financeiros e a VBM se utilizar de um grande número de informações não-financeiras.

Há outros problemas citados por muitos autores. Martin e Petty (2000) citam cinco problemas com o tradicional sistema contábil:

- O resultado contábil é diferente de fluxo de caixa;
- Os números contábeis não refletem o risco;
- Os números contábeis não incluem o custo de oportunidade;
- As práticas contábeis variam de firma para firma e
- Os números contábeis não consideram o valor do dinheiro no tempo.

O primeiro trata justamente da não consideração do fluxo de caixa pela contabilidade, como comentado anteriormente. O segundo, terceiro e quinto tratam basicamente do mesmo assunto: não considerar a opção de investir em outros negócios, que teriam retorno igual ou sem risco para o investidor. O quarto não é um problema apenas da contabilidade, mas da própria VBM, que também pode ter tratamentos distintos de empresa para empresa.

## 2.5 ESTRUTURA NECESSÁRIA PARA A ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR

Para a implantação e funcionamento da VBM alguns itens básicos são necessários dentro da organização:

- A estratégia da empresa deve estar clara e ser conhecida, com foco definido para cada unidade de negócios;

- A alta administração, inclusive o presidente da organização, deve apoiar o processo de implantação;
- O setor da economia onde atua deve ser bem conhecido;
- As tomadas de decisões devem estar atreladas aos objetivos da VBM;
- A remuneração variável, por desempenho, deve estar baseada nas metas estabelecidas pela VBM e
- A empresa deve assumir uma filosofia de constante aperfeiçoamento.

### **2.5.1 Estratégia Clara para Todos**

A estratégia de uma organização deve estar clara para seus funcionários para que esses possam, conforme Kaplan e Norton (1997), sugerir formas pelas quais a visão e a estratégia possam ser alcançadas. Mesmo com muitas informações sigilosas as organizações não podem manter as estratégias ao alcance apenas das pessoas da alta administração, pois não é ali que se tem contato com os clientes e nem onde se tomam todas as decisões<sup>4</sup>.

Um item que não pode deixar de estar presente na estratégia é a definição do foco de atuação da organização. Quando uma empresa consegue se focar em determinado segmento de atuação terá muito mais chances de progredir. Kaplan e Norton (1997) colocam que as empresas precisam identificar os segmentos de mercado em suas populações atuais e potenciais de clientes, e depois, selecionar os segmentos nos quais pretendem atuar. Porém, se seus funcionários não conhecerem esse direcionamento, não poderão fazer sua parte para a construção efetiva dessa estratégia. Novamente Kaplan e Norton (1997) afirmam que a implementação de uma estratégia começa pela capacitação e envolvimento das pessoas que devem executá-la. Scott (2000) também contribui, quando, referindo-se às áreas da empresa, comenta que todas as partes devem estar juntas na mesma direção desenvolvendo a estratégia de negócios da companhia. Assim como a estratégia deve estar clara, as propostas da VBM devem estar de acordo com esta para que se consigam resultados positivos, pois o contrário geraria o mesmo efeito de uma estratégia omissa às pessoas que a implantarão.

---

<sup>4</sup> Muitas organizações podem não se enquadrar nessa regra, como várias de pequeno porte.

O foco de mercado, para as organizações que possuem várias unidades de negócios, deve ser definido para cada uma, buscando sempre se estabelecer o máximo possível de sinergias entre suas divisões.

### **2.5.2 Alta Administração Apoiando a Implantação**

A implantação de uma filosofia como a da VBM é um processo que exige uma implantação no estilo *top to down*, ou seja, vem de determinação da alta administração para ser implantada. Martin e Petty (2000) defendem que um programa de VBM deve ter completo apoio dos executivos do topo da companhia. Rappaport (2001) também corrobora, afirmando que a gestão de cúpula deve estar convencida da necessidade genuína por uma mudança. Isso se faz necessário principalmente porque muitos dos procedimentos dentro da organização serão alterados, como comentam Copeland, Koller e Murrin (2000) que esse processo inclui a necessidade de institucionalizar uma filosofia de administração de valor em todos os níveis da organização.

### **2.5.3 Conhecimento do Segmento de Atuação**

Não há como uma organização implantar a filosofia da VBM se esta não conhecer profundamente o segmento de mercado onde atua. Scott (2000) comenta que diferentes condições de mercado irão obviamente exigir diferentes demandas das empresas que competem neles. O autor não se limita apenas aos segmentos de atuação, mas usa a expressão mercado, que pode significar também uma divisão geográfica ou apenas de público alvo.

Esse quesito é tido como necessário não apenas pelos defensores da Administração Baseada em Valor, mas por quase todas as áreas profissionais existentes.

Ressalta-se que o conhecimento do mercado não se limita apenas aos clientes existentes nele, mas como um todo, envolvendo seus competidores, suscetibilidades a mudanças de legislação, inovações tecnológicas e qualquer outro

fator que possa atingir os *players*, os clientes ou até mesmo os produtos ou serviços ali envolvidos. Esse conhecimento integral do mercado é que permitirá à organização identificar seus *value drivers*.

Outro fator que também pode ser decisivo para a sobrevivência de uma organização é sua capacidade de buscar sinergias entre seus segmentos de atuação. Conseguindo essas, teria a possibilidade de atenuar o peso dos esforços necessários para se desenvolver e se atualizar nas tecnologias dos mercados envolvidos ou para se conhecer competidores, clientes ou outras partes interessadas em suas atividades. Essa facilidade se daria por se perceber as correlações existentes entre esses segmentos de atuação, fazendo com que eles não ajam como concorrentes entre si. Isso proporcionaria à empresa a possibilidade de manter estratégias, provavelmente não iguais, mas pelo menos mais próximas. Kaplan e Norton (2001) dedicam uma das cinco partes de seu livro *Organização Orientada para a Estratégia* para tratar da formação de sinergias entre as organizações, tanto no âmbito de produtos como de serviços. Em livro anterior Kaplan e Norton (1997) comentam que uma das importantes funções em nível corporativo é oferecer mecanismos pelos quais essas oportunidades de sinergias em todas as unidades de negócios descentralizadas possam ser percebidas e exploradas.

#### **2.5.4 Tomada de Decisão Atrelada aos Objetivos da Administração Baseada em Valor**

Como a proposta central da VBM é fazer com que as atividades que agreguem valor ao acionista sejam priorizadas, deve-se em tomadas de decisão, sempre buscar a análise dos objetivos que estão atrelados a esse fim. Martin e Petty (2000) citam que se os administradores estão operando os negócios em direção a maximização de valor para os acionistas, o sistema de medição de performance deve capturar toda a árvore desses fundamentais determinantes de valor. Os subsídios da VBM para a tomada de decisão são fortes, a exemplo do que comentam Copeland, Koller e Murrin (2000) que a VBM oferece um meio para as empresas fazerem *trade-offs* entre objetivos concorrentes.

Outro fator é que a VBM também defende a busca de informações além das financeiras para auxiliar a tomada de decisão. Copeland, Koller e Murrin (2000) comentam que além dos financeiros, as empresas necessitam de objetivos não-financeiros para inspirar e guiar o comportamento dos funcionários. Mais do que isso, essas informações não devem ser tratadas isoladamente, mas sim sempre em seu conjunto. Scott (2000), comentando sobre os *value drivers*, fruto da VBM, expõe que um gerenciamento de negócios efetivo é baseado na coordenação de todas as atividades que direcionam para o valor da companhia.

### **2.5.5 Remuneração Atrelada aos Objetivos da Administração Baseada em Valor**

Para que os gestores e os empregados de uma organização busquem efetivamente a majoração do valor para o acionista é necessário que seus benefícios também sejam majorados à medida que venham a atingir o objetivo. Rappaport (2001) coloca que definir adequadamente as medidas de desempenho e as formas de remuneração que alinham os interesses dos gestores com aqueles dos acionistas é vital ao processo de geração de valor. Ainda o autor acrescenta que seu propósito é claro – motivar os gestores e empregados a criar valor remunerando-os pelo valor gerado. Martin e Petty (2000) corroboram afirmando que se a meta é criar valor para os acionistas, é preciso selecionar a medida de performance que seja consistente com aquele objetivo, usando-a para determinar a compensação. Os autores apenas fazem uma observação de que muitos profissionais não aceitam pagamento por performance, alegando que pode se criar resultados disfuncionais.

Caso as medidas de avaliação e os objetivos da organização não estejam direcionados para o mesmo ponto, estar-se-á criando um conflito de interesses, onde os gestores tenderão a buscar decisões que tenham relação com as medidas de desempenho que norteiam suas avaliações.

O montante da remuneração que seria vinculado aos objetivos da VBM difere de organização para organização. O que a filosofia coloca é o vínculo da parte variável da remuneração, que serviria como incentivo à melhora da performance.

Outro fator importante é ter sinergia entre as metas de curto e de longo prazo. Rappaport (2001) coloca que uma das principais doutrinas de um sistema de valor para o acionista é que as medidas de desempenho de curto prazo sejam consistentes com as estabelecidas no longo prazo, expressas no processo de planejamento de maximização de valor.

Na questão temporal, há divergência entre os críticos da VBM. Muitos acreditam que a remuneração deva ser atrelada já no início do processo de implantação, enquanto outros acreditam que essa deva primeiramente se estabelecer na organização como ferramenta de gestão, para posteriormente buscar o vínculo.

O Valor Econômico Agregado (EVA, do inglês *Economic Value Added*) é uma ferramenta muito utilizada para o atrelamento da remuneração variável nas organizações. Ela é também uma forma de avaliação de empresas, comentado anteriormente, porém, chamado de lucro econômico. Ehrbar (1999), comentando sobre o EVA, destaca que tudo que uma empresa cria de valor é sempre em função da maneira pela qual seu pessoal aplica suas energias e idéias ao capital e às matérias-primas para criar bens e serviços que outros desejam, e como as pessoas realizam suas tarefas é determinado pela maneira com que você as trata e paga.

### **2.5.6 Treinamento e Aperfeiçoamento Constante**

A VBM não é uma filosofia estanque, que uma vez implantada numa organização estará com seu processo encerrado. Ela precisa de uma leitura e uma atualização constante, pois está embasada nos *value drivers* que buscam o que o mercado enxerga como valor na empresa. Como o mercado é algo em constante mudança, deve-se sempre buscar adaptação ao novo cenário. Copeland, Koller e Murrin (2000) colocam que priorizar o valor para o acionista não é uma meta a ser perseguida apenas quando surge pressão externa dos acionistas, é uma iniciativa contínua. Martin e Petty (2000) corroboram quando afirmam que a VBM é algo transformando o modo de agir, e para algum programa de VBM ter sucesso é essencial que os empregados entendam o que está sendo pedido para se fazer,

porque isto é importante e como eles serão afetados.

## 2.6 PROBLEMAS COM A ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR

Como qualquer outra ferramenta, filosofia ou processo, a VBM também está sujeita a falhas ou ao aparecimento de problemas. O principal deles seria ela não surtir efeito sobre a qualidade das decisões que se tomam na organização, tanto na alta administração, na gerência e na equipe operacional. Copeland, Koller e Murrin (2000) comentam que a VBM não está livre de armadilhas. Após, os autores seguem acrescentando que ela pode se tornar um exercício burocrático sem produzir efeito sobre os gerentes que atuam na linha de frente ou sobre as decisões que eles tomarem.

## 2.7 BALANCED SCORECARD E A ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR

O Balanced Scorecard (BSC – sigla como já se tornou conhecido) é uma ferramenta criada por Robert S. Kaplan e David P. Norton, que tem como principal objetivo auxiliar na administração das organizações. Porém, a intenção neste texto não é explicar a ferramenta como um todo, e sim sucintamente, traçar uma pequena comparação entre suas definições, objetivos e estrutura necessária com as da VBM. Essa comparação se justifica pelo grande número de profissionais que conhecem o BSC.

O BSC não é comparado com a VBM por seus criadores ou por outros autores, porém, se for feito, serão encontradas inúmeras semelhanças. Por exemplo, Kaplan e Norton (1997), comentando a fundamentação da construção do BSC, citam que o estudo foi motivado pela crença de que os métodos existentes para avaliação do desempenho empresarial, em geral apoiados nos indicadores contábeis e financeiros, estavam se tornando obsoletos. É uma justificativa que vai de encontro às adotadas pelos estudiosos da VBM.

A importância da estratégia e de seu conhecimento por todos também é uma coincidência entre os dois – VBM e BSC. Kaplan (2002), mencionando a

necessidade da divulgação e compreensão da estratégia, coloca que ainda que as metas continuem sendo determinadas pelos níveis hierárquicos superiores devem ser transmitidas para que cada um dos membros da organização as compreenda.

Os *value drivers*, utilizados pela VBM, também encontram similaridade no BSC. Kaplan (2002) comenta que é preciso traduzir a estratégia em objetivos e iniciativas específicos. Essa especificidade comentada pelo autor envolve uma verificação, área a área, item a item, do que irá impulsionar o crescimento da organização no futuro.

Outra coincidência é a busca da majoração do valor da organização. Os dois expressam sua necessidade, assim como a obrigatoriedade do apoio da alta administração para o processo, que não surtiria resultado se não o tivesse.

Os dois sistemas buscam informações além dos financeiros. Kaplan (2002), sobre o BSC, comenta que seu principal diferencial é reconhecer que os indicadores financeiros, por si sós, não são suficientes para isso, uma vez que só mostram os resultados dos investimentos e das atividades, não contemplando os impulsionadores de rentabilidade a longo prazo.

Há publicações que consideram o BSC também como uma ferramenta da avaliação. Lopes (2001), falando do BSC, o coloca como misto de ferramenta de avaliação e método de gestão. A definição do BSC, conforme um dos próprios autores, Kaplan (2002), é um sistema de avaliação de desempenho empresarial.

O BSC, com tantas similaridades, pode ser agregado à lista de ferramentas que servem para aplicação da mesma filosofia da VBM, a majoração do valor para o acionista.

## 2.8 VALOR ECONÔMICO AGREGADO E A ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR

O Valor Econômico Agregado é utilizado pela Stern Stewart & Co como forma de avaliação de desempenho e do valor de empresas, para aprimorar o auxílio à

administração das organizações. Ehrbar (1999) afirma que o EVA é muito mais do que uma simples medida de desempenho, é uma estrutura para um sistema completo de gerência financeira e remuneração variável que pode orientar cada decisão tomada por uma empresa.

Os defensores do EVA utilizam-se de muitos dos mesmos argumentos que os da VBM, criticando o embasamento apenas no preço das ações de uma organização para quem as deseja gerenciar pelo objetivo de majoração de seu valor, acrescentando que este pode se constituir em medida enganosa.

A majoração do valor para os acionistas também é o objetivo central do EVA, que, conforme Ehrbar (1999), oferece a indicação mais confiável de se, e em quanto, as ações da gerência contribuirão para a riqueza dos acionistas.

O atrelamento da remuneração variável aos seus objetivos também se constitui em coincidência com a VBM. Logicamente, este vínculo se dá para que as decisões sejam alinhadas ao EVA, assim como se busca na Administração Baseada em Valor.

A necessidade de não se ater apenas ao resultado das organizações como parâmetro para desempenho, assim como outras críticas ao sistema contábil, a exemplo da ausência da consideração do custo do capital, são também semelhanças existentes entre o EVA e a VBM.

No EVA, da mesma forma que na VBM, busca-se a transformação dos funcionários em donos da organização. Ehrbar (1999) afirma, sobre o Valor Econômico Agregado, que se deseja adotar uma cultura de propriedade que elimine a necessidade de constantemente controlar o comportamento de cima para baixo.

O EVA, assim como o BSC, pode ser agregado à lista de ferramentas que servem para a mesma filosofia da VBM. Porém, há organizações onde EVA e VBM são utilizados paralelamente, sendo que a VBM sustenta o objetivo principal, ou seja, a majoração de valor para o acionista, enquanto Valor Econômico Agregado controla a remuneração variável e, em vários casos, substitui os cálculos do DCF.

Ehrbar (1999) acrescenta que a abordagem do EVA é matematicamente idêntica à do fluxo de caixa descontado.

### **3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS**

A presente pesquisa teve como cerne a filosofia da Administração Baseada em Valor, que é uma forma distinta de se embasar as tomadas de decisão, buscando-se sempre a majoração do valor de mercado da empresa.

Toda a pesquisa foi desenvolvida em torno da teoria e da prática que envolve a VBM, através de um estudo de caso único, realizado na Dígitro Tecnologia Ltda.

Neste capítulo destaca-se o método e procedimentos utilizados na pesquisa, estando estruturado da seguinte forma:

- Classificação do método de pesquisa utilizado;
- Ordenação das etapas da pesquisa;
- Descrição das etapas da pesquisa;
- Narrativa do funcionamento da coleta de dados e
- Explicação do vínculo das etapas e da coleta com os objetivos da pesquisa.

#### **3.1 MÉTODO**

A pesquisa foi desenvolvida no formato de um estudo de caso, visto que não havia controle sobre o evento que se desejava pesquisar ou possibilidade de comparação com inúmeras outras empresas, o que necessitou de acompanhamento e observação. Yin (2001) coloca que os estudos de caso representam a estratégia preferida quando se colocam questões do tipo “como” e “por quê”, quando o pesquisador tem pouco controle sobre os eventos e quando o foco se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em algum contexto da vida real. Foi também uma pesquisa quantitativa, pois buscou-se um grande número de evidências. Essas evidências não serviram como prova, mas sim para a comparação entre uma teoria que cerca uma forma de administração e o posicionamento da organização

investigada, conforme o objetivo central do presente trabalho.

Este estudo de caso foi único, pois, além de ter sido incorporado, onde o agente pesquisador se inseriu no ambiente, foi detentor de uma teoria bastante desenvolvida e bem formulada, que é a fundamentação dada pela Administração Baseada em Valor. Foi também um estudo de caso exploratório, pois não havia clareza nos resultados esperados. Yin (2001) comenta que a estratégia de estudo de caso pode ser utilizada para explorar aquelas situações nas quais a intervenção que está sendo avaliada não apresenta um conjunto simples e claro de resultados.

A empresa onde foi desenvolvida a pesquisa é a Dígitro Tecnologia Ltda, que tem suas características detalhadas adiante, no capítulo Coleta e Análise de Dados.

### 3.2 ETAPAS DA PESQUISA

A pesquisa se dividiu nas seguintes etapas:

- Estudo do referencial teórico para o entendimento da Administração Baseada em Valor;
- Pesquisa de campo;
- Análise dos resultados da pesquisa de campo;
- Conclusões e
- Elaboração do relatório.

Algumas das etapas da pesquisa foram conduzidas concomitantemente por alguns períodos, como o caso da análise dos resultados, que iniciou-se antes da absoluta conclusão da pesquisa de campo.

### 3.3 DESCRIÇÃO DAS ETAPAS

O estudo referencial teórico foi conduzido para a compreensão da Administração Baseada em Valor. Com isso foi possível elaborar o instrumento de pesquisa para a coleta dos dados, desenvolver a estrutura do capítulo Coleta e Análise dos Dados e fazer a análise dos resultados do trabalho de campo.

A pesquisa de campo teve a finalidade de investigar internamente a organização, levantando dados para a análise comparativa com a filosofia da VBM, que foi procedida na etapa seguinte (análise dos resultados).

A análise dos resultados foi direcionada à percepção das similaridades e diferenças da Administração Baseada em Valor e a prática administrativa dentro da organização, cada um, fruto da percepção das etapas anteriores: estudo do referencial teórico e pesquisa de campo, respectivamente. Essa etapa foi fundamental para a execução da etapa seguinte, a elaboração das conclusões.

As conclusões são do autor e se embasaram na análise de dados, sendo que após sua elaboração, iniciou-se a redação final da dissertação.

Vários itens da análise e das conclusões foram discutidas com uma pessoa da organização que serviu de respondente em entrevista, porém com cargo de destaque, conhecendo todas as áreas da organização. Essa discussão teve como intuito a depuração da redação, para a correção de eventuais mal entendidos ou inverdades cometidas na elaboração do relatório final.

### 3.4 COLETA DE DADOS

A coleta de dados dentro da organização contou com:

- Coleta de documentos;
- Entrevistas semi-estruturadas;
- Observação direta e
- Depuração das informações compiladas referentes à organização.

Muitas informações foram coletadas em documentos, principalmente os da área contábil e de controladoria. Muitos deles foram solicitados por conhecer-se sua importância dentro de uma organização e os outros por observação, durante a pesquisa de campo, de seu uso pelas áreas. Na tabela à frente estão apresentados alguns exemplos de documentos coletados no trabalho de campo da pesquisa.

**Tabela 2: Relação de Documentos Coletados**

---

**Documentos Coletados na Dígitro Tecnologia Ltda.**

---

- Acompanhamento das Vendas
  - Acompanhamento dos Resultados
  - Análise das Vendas por Região
  - Demonstrativos Contábil-Financeiros
  - Distribuição dos Custos
  - Estatuto Social
  - Índice de Desempenho Administrativo
  - Jornal – Dígitro News
  - Mapa de Indicadores Econômicos – Completo
  - Orçamento Empresarial
  - Organograma
  - Plano de Centros de Custos
  - Projeção de Fluxo de Caixa
  - Projeto para Implantação de Acompanhamento de Rentabilidade de Vendas
  - Relatório de Desempenho Empresarial
  - Resumo do Projeto na Análise dos Escritórios Regionais
  - Totais dos Fretes por Região
- 

As entrevistas semi-estruturadas, cujo formulário está no anexo I, foram feitas pelo próprio pesquisador, de forma espontânea, onde o respondente pôde apresentar suas próprias proposições. Pessoas de quase todas as áreas da organização foram entrevistadas, num total de treze. Na tabela a seguir estão relacionadas suas respectivas áreas e cargos.

Tabela 3: Áreas e Cargos das Pessoas Entrevistadas

Área	Cargo
Administrativa	Diretor Administrativo e da Qualidade
Administrativa	Gerente Administrativo
Comercial – Segmento Corporações	Gerente de Negócios Corporativos – Matriz
Comercial – Segmento Operadoras	Diretor de Negócios – Operadoras
Compras	Coordenador de Compras e Importação
Controladoria	<i>Controller</i>
Finanças	Gerente Financeiro
Informática	Coordenador de Informática
Marketing	Gerente de Marketing
Presidência	Diretor Presidente
Produção	Gerente de Produção
Recursos Humanos	Coordenadora de Relações Trabalhistas
Tecnologia	Gerente de Tecnologia

A observação direta é proveniente da presença do pesquisador na empresa, e teve como principais resultados a seleção de documentos importantes como fontes de dados e a percepção de relações internas dentro da organização.

A depuração das informações em conjunto com representante da organização serviu apenas para averiguações de interpretações errôneas das informações. O funcionário com quem foi feita essa verificação era o *controller*, que por causa da exigência de sua função e seu posicionamento dentro do organograma da organização, que se encontra no anexo II, conhece quase todas as áreas e a estrutura. As informações questionadas, porém não esclarecidas com precisão, não foram alteradas, bem como as conclusões por parte do pesquisador, com exceção para os casos onde foram percebidas falhas de comunicação com necessidade de acerto de dados.

### 3.4.1 Instrumento de Pesquisa

O instrumento de pesquisa teve uma importância muito grande na coleta dos dados, necessitando de uma explicação sobre seu formato.

Ele está dividido em três partes: (1) estrutura básica necessária para a Administração Baseada em Valor, (2) itens para a montagem do fluxo de caixa e (3) *value drivers*.

Dentro de cada parte ainda houve uma separação. No início encontram-se as questões para proceder a investigação e ao final, os itens que foram investigados dentro da organização.

As três partes da estrutura do instrumento de pesquisa tiveram aplicações distintas, variando as áreas e os objetivos para os quais se destinavam. A primeira parte teve como objetivo principal investigar a estrutura básica necessária para a implantação e manutenção da VBM e foi aplicada junto à diretoria da organização.

A segunda parte também foi direcionada para a diretoria, e o intuito primordial foi investigar se a empresa estava buscando a monitoração dos principais itens que suportam a geração de valor, porém, de maneira macro.

A terceira parte foi direcionada para as diversas áreas da empresa, e o principal objetivo foi verificar se estava sendo feito o uso de indicadores que poderiam servir como *value drivers* dentro da organização, ou se havia interesse em implantar. Essa parte, nos itens que seriam investigados, estava ainda dividida em *value drivers* genéricos e específicos. Os primeiros foram investigados na controladoria da empresa, que é uma área de ligação direta com a diretoria. Os segundos foram investigados área a área, por isso possuem mais um nível de abertura. Observa-se que mesmo com as divisões, o instrumento não foi uma proposta de mapa de *value drivers* para uma implantação da VBM, mas apenas um elenco coletado na revisão bibliográfica, que serviu apenas de norteador da investigação, não se limitando a eles e questionando o entrevistado sobre a existência ou o desejo de uso de outros por parte da organização.

Tanto a primeira como a terceira parte puderam ser percebidas nas investigações procedidas junto às outras áreas, pois as entrevistas eram abertas e os diversos comentários permitiram ao pesquisador chegar a conclusões acerca desses itens também. Outro fator que corrobora para essa percepção sem a entrevista com a diretoria, é que muitas das questões, principalmente as dos itens necessários para a montagem do fluxo de caixa, já estavam respondidas através dos indicadores genéricos. A investigação junto à diretoria serviu para reafirmar muitas das conclusões e também para complementar informações para a análise dos dados, assim como para se perceber o relacionamento e o conhecimento das informações por parte da alta administração e dos níveis hierárquicos inferiores.

Os itens da estrutura necessária básica e os para montagem do fluxo de caixa, assim como os *value drivers*, foram elencados com base na revisão bibliográfica, através de modelos apresentados por autores que discutem a Administração Baseada em Valor.

### 3.5 VÍNCULO COM OS OBJETIVOS

Para se atingir os objetivos da pesquisa foi fundamental um cuidado especial primeiramente na elaboração do instrumento. Como a intenção principal era de analisar comparativamente a VBM com a realidade da Dígitro, as questões foram direcionadas para esse fim. Por isso, o instrumento foi dividido, como exposto anteriormente. Foram criadas questões abertas, porém, direcionadas para verificar se a organização estava de acordo ou não com a filosofia da Administração Baseada em Valor, sem entrar no mérito do correto ou incorreto.

Antes de cada entrevista havia uma explicação de sua intenção, assim como, com brevidade, do funcionamento da VBM, para que o entrevistado compreendesse que apenas a proximidade da Dígitro com a VBM é que estava sendo medida, não havendo qualquer avaliação da área, empresa ou do próprio funcionário.

Referente aos objetivos específicos, a escrita do processo de gestão da Dígitro deu-se pela própria análise das entrevistas e percepção do pesquisador.

Porém, esta não está formalmente exposta no trabalho, mas sim dividida entre as várias partes do capítulo Coleta e Análise dos Dados, com alguns complementos no capítulo Conclusões.

A estrutura básica necessária para a Administração Baseada em Valor está no capítulo Revisão Bibliográfica, e foi construída durante etapa que possui a mesma descrição. A estrutura também se encontra no instrumento de pesquisa.

A relação dos principais itens para os quais deve-se buscar os indicadores no intuito de monitorar o crescimento de valor de uma empresa são os itens que fazem parte do cálculo do fluxo de caixa que será descontado posteriormente, e se encontram no capítulo Revisão Bibliográfica e no instrumento de pesquisa.

Na estrutura do capítulo Coleta e Análise dos dados foram dedicados subtítulos para cada uma das divisões do instrumento de pesquisa. A estrutura básica necessária foi dividida ainda em cada um de seus itens e os *value drivers* em genéricos e após, para cada área elencada. Essa divisão facilitou a análise. Os itens para a montagem do fluxo de caixa não foram separados, pois foram analisados conjuntamente.

Os objetivos possuem o elenco da estrutura básica necessária para a Administração Baseada em Valor e dos itens para montagem do fluxo de caixa, mas não um dos *value drivers*. Foi montado nesse formato porque os *value drivers* dependem de uma investigação no mercado para serem estruturados, variando conforme o segmento, tamanho, localização e outros fatores de cada organização, o que não estava contemplado no objetivo geral da pesquisa.

## 4 COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

A coleta dos dados foi procedida no trabalho de campo, e como comentado no capítulo Método e Procedimentos, foi através da observação direta, aplicação de entrevistas semi-estruturadas, coleta de documentos e depuração das informações compiladas. Foram três meses de trabalho de campo.

A análise dos dados iniciou-se assim que coletado material suficiente para análise e conclusão sobre alguma das áreas da organização objeto da pesquisa.

Nesse capítulo destaca-se a coleta e análise dos dados, estando estruturado da seguinte forma:

- Uma breve descrição da empresa objeto da pesquisa;
- Uma breve descrição do setor da economia onde atua;
- Análise dos dados referentes à estrutura necessária para a Administração Baseada em Valor;
- Análise dos itens necessários para a montagem do fluxo de caixa descontado;
- Análise da existência de *value drivers* e
- Comentários finais sobre a coleta e análise dos dados.

### 4.1 A EMPRESA

A empresa objeto de estudo foi a Dígitro Tecnologia Ltda., situada à rua Professor Sofia Quint de Souza, número 167, na cidade de Florianópolis, estado de Santa Catarina.

Além de Florianópolis, possui também escritórios regionais (filiais) nas cidades de Porto Alegre, Curitiba, Rio de Janeiro, São Paulo, Belo Horizonte, Brasília e Fortaleza.

Conta ainda com 100 representantes, que se distribuem por todas as regiões do Brasil, e quase 300 funcionários, a maioria na cidade de Florianópolis.

Atua em dois segmentos de mercado, com duas estruturas de vendas distintas: (1) operadores de telefonia e (2) corporações. As operadoras são em sua maioria antigas estatais de telefonia, privatizadas. Possui nesse segmento um número limitado de clientes, mas que atuam tanto com telefonia fixa como móvel. As corporações são organizações diversas que não possuem as características e as necessidades das operadoras no que se refere a equipamentos e serviços. São empresas de pequeno, médio ou grande porte.

A Dígitro foi fundada no ano de 1977, mas sua entrada no mercado de tecnologia, mais precisamente telecomunicações, ocorreu no ano de 1983, quando passou a desenvolver tecnologias de ponta que vem lhe permitindo a produção de soluções na área de comutação pública e privada, instrumentação para testes de centrais, automação e operação de serviços especiais ligados à área de telecomunicações.

É uma empresa de médio porte, com faturamento de R\$ 34,6 milhões em 2001, após um crescimento 13% de 2000 para 2001, mais de 135% de 1998 a 2001. À frente tabela com o comportamento de seu faturamento desde 1998.

**Tabela 4: Faturamento Anual da Dígitro Tecnologia Ltda.**

<b>Faturamento Anual da Dígitro Tecnologia Ltda. (em Milhões)</b>					
Ano	1998	1999	2000	2001	2002 <sup>5</sup>
Faturamento	14,7	16,5	30,6	34,6	38,4

Sempre à frente na manutenção do desenvolvimento tecnológico regional, em 1986 deu todo o suporte, inclusive financeiro, para a formação da ACATE (Associação Catarinense de Telemática e Eletrônica, alterada para Associação Catarinense de Empresas de Tecnologia). A ACATE constituiu um marco

<sup>5</sup> Previsto.

significativo no desenvolvimento de novas experiências empreendedoras de base tecnológica. Um dos primeiros trabalhos dessa associação foi a criação, em parceria com a UFSC (Universidade Federal de Santa Catarina), do Complexo Industrial de Informática, onde se instalou o Condomínio Industrial de Informática e a Incubadora Empresarial Tecnológica. Esses esforços geraram a criação de outros polos tecnológicos no Estado, como os de Blumenau, Joinville e Criciúma.

Atualmente a Dígito mantém convênios com programas de apoio à tecnologia da UFSC.

#### 4.2 O SEGMENTO DE TELECOMUNICAÇÕES

O mercado de telecomunicações vem sofrendo mudanças fortes nos últimos anos no Brasil, enfrentando elevações e baixas nos níveis de negócios. Em 1994 o ambiente era monopolizado e regulado pelo governo. Em 1995 foi flexibilizado o monopólio do setor de telecomunicações. Em 1996 o Governo passou a permitir a prestação privada de vários serviços na área, entre eles serviços de telefonia móvel, serviços via satélite e outros. No ano de 1997 cria-se a ANATEL (Agência Nacional de Telecomunicações) para formular as regras para o mercado de telecomunicações, que entraria em meados do ano seguinte no forte processo de privatização das empresas de telefonia pertencentes ao Governo e ao Sistema Telebrás.

Nessas regras implantadas pela ANATEL, foram estabelecidas metas a serem atingidas até o ano de 2003 para quem adquirisse operadoras do sistema de telefonia, móvel ou fixa. Essas metas estipulavam crescimentos que deveriam ser atingidos sob penas, como multas ou perda do direito de exclusividade de exploração. Foram também privatizadas concessões para empresas-espelho, ou seja, empresas que atuam na mesma área podendo oferecer os mesmos serviços, no intuito de criar concorrência, evitando o monopólio.

Após uma estagnação no ano de 1997, quando o Governo cortou todos os investimentos na área frente às privatizações que estavam programadas, o mercado passou a crescer em níveis elevados nos anos seguintes, suplantando inclusive as

metas estabelecidas pela ANATEL, pois as empresas de telefonia se esforçaram para atingir previamente os níveis estabelecidos para 2003, visto que assim teriam o direito de expandir muitos de seus serviços para todo o território nacional, como é o caso das operações com telefonia fixa. Um exemplo dessa antecipação se percebe nos acessos fixos instalados, onde a meta de 45,1 milhões para 2002 já foi atingida em setembro de 2001<sup>6</sup>. Atualmente o mercado apresenta tendência de diminuição do crescimento, pelo menos por parte das operadoras, e justamente pelo fato de terem antecipado suas metas. Porém, é um mercado ainda com muitas oportunidades, pois, por ter sofrido um enorme avanço nos últimos anos, proporciona grandes opções para quem possui qualidade de serviços ou produtos ou conseguiu definir claramente seus nichos de mercado, operando-os de maneira eficiente. A seguir, tabela com os cinco maiores concorrentes da Dígito, de 1997 a 2001, onde pode-se perceber um pouco da evolução de seu segmento de atuação.

---

<sup>6</sup> Dados colhidos do site de ANATEL (2001).

Tabela 5: Maiores Concorrentes da Dígito Tecnologia Ltda.

Organizações	Receita Líquida (R\$ milhões)				
	1997	1998	1999	2000	2001
Integris	62				
Digitel	36				
Xtal Fibras	28				
Elebra Com.	23				
Ericsson		1.785	3.051	3.016	
Nec		1.344	1.117	1.388	1.695
Promon Eletr. SP		640			
Alcatel Telec.		574	568	1.007	1.354
Splice		320			
NG			1.200	1.200	
Nokia			907	940	
Nortel					1.150
Thomson					205
Trópico					183
<b>Total</b>	<b>149</b>	<b>4.663</b>	<b>6.843</b>	<b>7.551</b>	<b>4.587</b>

Fonte: Gazeta Mercantil (1998 a 2002)<sup>7</sup>.

O Paste (Programa de Recuperação e Ampliação do Sistema de Telecomunicações e do Sistema Postal), editado pela ANATEL, compila todas as regras que regem esta reestruturação do sistema nacional de telecomunicações.

#### 4.3 ESTRUTURA NECESSÁRIA PARA A ADMINISTRAÇÃO BASEADA EM VALOR

A existência da estrutura básica necessária para a implantação da VBM foi investigada junto à diretoria da Dígito. Porém, as entrevistas aplicadas área a área, por terem sido semi-estruturadas, possibilitaram prévias conclusões sobre o tema.

<sup>7</sup> No ano de 1997 só havia quatro concorrentes elencados. As informações foram obtidas no setor de Centrais Eletrônicas nos anos de 1997 a 1999, de Eletrodomésticos no ano de 2000 e de Equipamentos de Telecomunicações em 2001.

Nessa análise e comentários o destaque foi dado para a verificação da existência ou não do item necessário na estrutura e também sobre a intenção de colocá-lo em prática. É também exposta a intenção ou não da organização em mudar sua estrutura, caso a VBM viesse a ser implantada, porém, de forma não rígida.

#### **4.3.1 Estratégia Clara para Todos**

A estratégia da Dígitro para sua atuação no mercado não está claramente difundida. Há algumas diretrizes conhecidas e seguidas por todos, porém de forma genérica, como: (1) atuar no segmento de telecomunicações, (2) agregar valor através de alta tecnologia para seus produtos e (3) buscar a satisfação do cliente através de vendas casadas com produtos e serviços de alta qualidade.

Sua estratégia foi criada pela primeira vez neste ano de 2002, porém está apenas no nível de diretoria, não sendo compreendida ou mesmo conhecida pelas pessoas de cada área da organização, item que é reclamado por várias delas. Essa abrange uma delimitação de nichos de atuação para a organização, deixando para segundo plano aqueles onde já vinham atuando mas não mais de seu interesse. Há também um mapeamento por área geográfica com planos de venda e vários planos de atuação.

As áreas, criticando a ausência de estratégia, pelo fato de não estar clara, dizem saber que seus concorrentes possuem focos bem definidos e conhecidos internamente. Completam afirmando que o fato de sua não existência faz a Dígitro concorrer em vários nichos dentro do mercado de telecomunicações, tendo vários perfis de competidores, o que dificulta sua ação. As áreas da Dígitro, ainda por não conhecerem claramente as delimitações impostas pela estratégia, continuam a direcionar seus esforços em todos os nichos de atuação, prioritários ou não.

Há a intenção de deixar clara a estratégia da organização, o que não foi procedido ainda, pois a diretoria não estava a par da situação.

As áreas comentam que o fato da não existência de estratégia advém de uma administração conservadora presente na empresa. Há na Dígito sete diretores, mas dois deles exercem seus cargos em escritórios regionais, estando os outros cinco envolvidos com as decisões mais importantes da organização. Porém, entre esses, dois são também sócios, e a maioria das decisões importantes, que envolvam questões estratégicas ou financeiras, são tomadas entre estes, excluindo os demais do processo. As áreas dão a entender também que a alta administração, principalmente os diretores que também são sócios, não crêem no funcionamento de uma estratégia, preferindo gerir a organização com uma leitura de sua performance e do mercado, buscando sempre melhores oportunidades oferecidas ou percebidas no segmento de telecomunicações.

Observa-se que o organograma da empresa apresenta seis cargos de diretoria na matriz, incluindo a Presidência, o que daria um total de oito diretores somados os dois dos escritórios regionais. Porém, na prática, são apenas sete diretores, visto que o Presidente acumula também o cargo de Diretor Financeiro.

#### **4.3.2 Alta Administração Apoiando a Implantação**

Não há como identificar a existência desse requisito sem haver uma decisão ou estudo sobre a implantação. Porém, há a intenção do apoio, mesmo porque, a administração é centralizada e um processo desta natureza, que alteraria os hábitos da organização, teria atenção especial da alta administração.

#### **4.3.3 Conhecimento do Segmento de Atuação**

A organização conhece o mercado onde atua e busca sempre com muito esforço se aperfeiçoar.

É dona de um forte histórico de trabalhos na área de telecomunicações, pesquisando e aplicando sempre muita tecnologia em seus produtos, atendendo clientes exigentes, o que começou no início da década de 90, com as operadoras telefônicas, estatais até então.

O fato de ter segregado as áreas de atuação a faz conseguir, ainda mais, uma excelência, apesar desta ainda não estar difundida internamente.

Porém, o que se percebe é que o conhecimento é mais forte quando o tema é tecnologia, e menor quando do perfil de seus clientes. O distanciamento não é grande, considerando-se excelente na primeira e em boa situação na segunda. Os esforços para conhecer mais seus nichos, comentado anteriormente, está presente nos dois aspectos citados e em mais outras questões, como o estudo da concorrência, das vulnerabilidades do segmento e outros itens.

#### **4.3.4 Tomada de Decisão Atrelada aos Objetivos da Administração Baseada em Valor**

Este quesito também não pode ser percebido sem a decisão de se iniciar um processo de implantação da VBM. Porém, a organização deixa claro de que haveria embasamento nos objetivos da Administração Baseada em Valor, acrescentando que gostaria de implantar uma padronização na monitoração da organização.

#### **4.3.5 Remuneração Atrelada aos Objetivos da Administração Baseada em Valor**

Da mesma forma do item anterior, só consegue-se perceber este após a decisão de implantação da VBM, pois os objetivos não existem ainda. Há, na organização, um receio quanto a este quesito, que é o fato de não haver possibilidade de medições objetivas, o que inviabilizaria o processo. Porém, no caso de uma implantação, seria colocado em prática.

#### **4.3.6 Treinamento e Aperfeiçoamento Constante**

O treinamento e aperfeiçoamento dos funcionários da Dígito já é exercido de maneira intensa e a organização tem uma preocupação em manter ou melhorar. Paralelamente, busca a contratação de profissionais com formação sólida e em muitos casos específica para as áreas.

#### 4.3.7 Comparação das Respostas dos Itens da Estrutura Necessária

Entre os itens da estrutura básica necessária para implantação da VBM, as respostas foram variadas referente à sua existência. Porém, referente à intenção de implantação, em todas elas, a resposta foi positiva. A seguir, tabela expondo essas respostas.

**Tabela 6: Respostas para os Itens da Estrutura Básica Necessária para a VBM.**

Itens Necessários	Há	Tem intenção de implantar	Faria no caso de iniciar um processo
Estratégia clara para todos	Não	Sim	Sim
Apoio da alta administração	Não sabe	Não sabe	Sim
Conhecimento do segmento de atuação	Sim	Sim	Sim
Tomada de decisão atrelada aos objetivos da VBM	Não sabe	Não sabe	Sim
Remuneração atrelada aos objetivos da VBM	Não sabe	Não sabe	Sim
Treinamento e aperfeiçoamento constante	Sim	Sim	Sim

Muitas respostas como “sim” na tabela anterior não estão explícitas nas respectivas explicações em cada item. Isso se dá porque quando no primeiro é constatada uma situação positiva, não há necessidade de se prosseguir, sendo a mesma situação do segundo para o terceiro.

#### 4.4 ITENS PARA MONTAGEM DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Os itens para montagem do fluxo de caixa descontado foram investigados junto à diretoria da Dígitro. Porém, muito já havia se percebido na investigação, área a área, na busca dos *value drivers*, principalmente na Controladoria.

Durante sua análise e destaque não se buscou especificamente a existência

da verificação de itens que possam influenciar na majoração ou diminuição do valor do fluxo de caixa descontado, ficando este como secundário. Isso ocorreu porque os *value drivers*, tratados a seguir, têm esse papel. O que se buscou identificar foi a existência de uma preocupação específica com esses itens, ou seja, se há intenção e se seriam colocados controles diretos para eles no caso de uma implantação da VBM. Foram analisados todos os itens para a montagem do fluxo de caixa descontado, elencados no capítulo Revisão Bibliográfica.

Os itens que têm controles que os verificam são: o lucro operacional e o crescimento ou diminuição das vendas. A intenção na verificação destes é a majoração do valor da empresa, mas esta é tratada intrinsecamente, não abertamente como coloca a filosofia da VBM. Não há também uma preocupação com a elaboração de um fluxo de caixa para ser descontado, apenas se busca o crescimento da organização e a manutenção da sua rentabilidade, essa última colocada em segundo plano, pois a empresa prefere, no atual momento, consolidar sua posição no mercado.

Para os outros itens, que são o investimento incremental em ativos fixos, necessidade líquida de capital de giro, alíquota de imposto de renda e custo do capital, existem alguns controles identificados, mas esses são controles vulneráveis.

Apesar da existência dos controles, esses não são trabalhados com perspectivas de longo prazo, mas sim num horizonte de curto prazo.

Há interesse em se buscar a verificação dos outros itens, com perspectiva de longo prazo. Há inclusive na área de controladoria um projeto de cálculo do valor da organização que, dependendo do resultado inicial, será trabalhado sistematicamente pela organização.

A seguir tabela comparativa das repostas para cada item para a montagem do fluxo de caixa descontado, onde são colocadas as repostas para: se há o controle do item; se é um controle específico para a geração de caixa, sendo assim de longo prazo; se há intenção se implantar o controle; se seria colocado no caso da implantação da VBM.

Tabela 7: Respostas para os Itens para Montagem do DCF.

Item para Montagem	Há preocupação	É específico	Há intenção	Colocaria c/ início da VBM
Lucro Operacional	Sim	Não	Sim	Sim
Investimento Incremental em Ativos Fixos	Não	Não	Sim	Sim
Necessidade Líquida de Capital de Giro	Não	Não	Sim	Sim
Alíquota de Imposto de Renda	Não	Não	Sim	Sim
Evolução das Vendas	Sim	Não	Sim	Sim
Custo do Capital	Não	Não	Sim	Sim

#### 4.5 VALUE DRIVERS

A existência dos *value drivers* foi investigada área a área dentro da organização, envolvendo não sua amplitude, mas todas que estavam elencadas no instrumento da pesquisa semi-estruturada.

O que se destacou nos comentários para cada área foi principalmente a existência ou não de controles que possam ser classificados como *value drivers* e o desejo de se criá-los. Faz-se também comentário sobre o posicionamento de cada área na estrutura da organização, seu responsável e algumas observações e comentários.

Alguns dos controles identificados estão repetidos, aparecendo nos genéricos e também em suas respectivas áreas. Isso ocorre para não se tirar o mérito da área como verificadora do item.

##### 4.5.1 Genéricos

As entrevistas para a análise sobre os *value drivers* genéricos foram feitas na

Controladoria na Dígitro, que está subordinada diretamente ao Presidente (Presidência) da organização.

A principal função da área é a produção de informações para subsidiar a tomada de decisão dentro da organização, voltada mais ao atendimento das necessidades da alta administração, participando inclusive de muitas reuniões desta.

Foram vários os itens encontrados que podem servir como *value drivers* genéricos, atendendo todos os requisitos. São eles: evolução das vendas<sup>8</sup>, evolução do faturamento, evolução das despesas operacionais (envolve custos), evolução dos lucros (líquido e acumulado), índices de rentabilidade (sobre o patrimônio líquido e sobre a receita líquida), receitas e despesas por funcionário, giro dos estoques, análises tipo ABC (de duplicatas a receber em atraso e de estoque de matéria-prima), controle do ativo diferido referente à pesquisa e desenvolvimento, percentual da receita líquida aplicada em marketing e em treinamento, saldo de caixa e sistema de avaliação de desempenho.

Os itens vendas acumuladas, lucros acumulados, rentabilidade sobre o patrimônio líquido e sobre a receita e a receita por funcionários compõem uma tabela que calcula um índice utilizado como uma nota à administração da Dígitro, calculando através de pesos distribuídos para cada um deles multiplicados pela evolução comparada com o planejamento/meta.

Há vários outros itens que não se enquadram como *value drivers* por terem algum dos requisitos não atendidos, mas são controlados na organização. Entre os identificados o motivo comum foi sempre a ausência de meta. São eles: retorno sobre ativo, índices de liquidez e de alavancagem, evolução do patrimônio líquido, número de funcionários e análise tipo ABC de compras.

Há muitos outros controles que a área sabe que o mercado e seus concorrentes possuem, mas a Dígitro não os tem. A justificativa é que os atuais

---

<sup>8</sup> As vendas, nesse caso, na Dígitro, são os negócios fechados e não o faturamento da organização.

suprem a necessidade de informação ou que não há tempo disponível para tantos controles. Alguns exemplos são: retorno total para os acionistas (envolve a valorização da organização além dos resultados), retorno sobre ativos, análise dos dividendos distribuídos e análise dos recursos aplicados em algumas áreas estratégicas da empresa.

Foram percebidos poucos casos onde a separação por unidade de negócios é feita, controlando apenas as vendas, receitas, chegando até o cálculo do lucro bruto. Todas as análises envolvem rubricas de cálculo de resultado.

Vários dos itens identificados também servem para as áreas, mas essas, em grande parte, não os percebem, como será visto a seguir, quando do comentário área a área. Estes são:

- Giro dos estoques e ABC de estoque de matéria-prima não são controlados pela área de compras ou produtiva, sendo que estas sequer comentaram algo sobre o fato;
- O percentual da receita aplicado em marketing é de conhecimento da área de marketing, mas esta comenta que tal informação não é utilizada para a tomada de decisões e
- O percentual da receita aplicado em treinamento e o sistema de avaliação de desempenho não são conhecidos da área de recursos humanos. Esta apenas comenta que há uma preocupação muito grande com treinamento, mas por causa do programa de qualidade implantado na Dígitro.

#### **4.5.2 Processo de Compras e Suprimentos**

A área de compras e suprimentos da Dígitro está hierarquicamente subordinada ao Diretor Administrativo e da Qualidade, área DAQ – Diretoria Administrativa e da Qualidade. Não possui um gerente de área, mas apenas um coordenador: Coordenador de Compras e Importação. É conhecida internamente como CRS – Setor de Compras.

A principal diretriz que possui é a da busca da qualidade dos insumos, deixando custo para segundo plano. Esses insumos são aprovados pela área de engenharia para compra, que cadastra uma relação de itens aprovados para uso e, conseqüentemente, aquisição.

A área tem pouca autonomia, limitando-se às aquisições de pequeno valor que são colocadas pelo sistema informatizado através da “geração de necessidades”. Todas as aquisições de valor elevado devem ser discutidas com a diretoria, mesmo estando no rol das necessidades geradas pelo sistema. A distinção entre o que é de alto ou de baixo valor não é clara, ficando pelo bom senso do coordenador de compras.

Referente aos indicadores que poderiam servir como *value drivers*, a área não possui. Os funcionários estão quase sempre ocupados com os afazeres diários do setor e os problemas não são tratados com antecedência, apenas no momento em que surgem. O único controle que poderia ser considerado um *value driver* é o do valor dos estoques, porém, não é rígido, não há metas e não se tomam decisões quando da percepção de sua variação, com exceção se isso se tornar um problema maior para a empresa, que haveria se percebido de forma não sistemática. Com a qualidade dos insumos há a mesma situação: apesar de ser indispensável, não há verificação ou metas para serem atingidas, com índices de problemas, apenas um trabalho em caso de eventualidades.

Sobre a comparação com os concorrentes, não há. Foi exposto que a Dígítro é uma empresa singular e que não há parâmetros de comparação com concorrentes ou outras empresas que estão no mercado. Sobre índices que o mercado utiliza, a área desconhece e não possui planos para a implantação de algum formato de controle.

#### **4.5.3 Processo Produtivo**

A área produtiva da Dígítro está subordinada à Diretoria Técnico-Industrial e é coordenada pelo Gerente de Produção. É conhecida internamente como PRD – Gerência de Produção.

O foco da área, assim como em compras e suprimentos, é na qualidade, deixando-se o custo em segundo plano. É colocado pela área que a melhor qualidade faz, ao final, com que o custo diminua, apesar de não ser este o motivador de sua busca. Mas não há um estudo sobre essa premissa e sim uma percepção dos envolvidos no processo.

Há a manutenção de um estoque de produtos (componentes) acabados, que a área chama de “estoque estratégico”. Este tem suas quantidades determinadas através da monitoração das vendas, onde se busca manter uma quantidade que atenda a demanda por 60 dias.

Não há controles que poderiam ser considerados como *value drivers*. O estoque de produtos acabados, apesar de ser controlado pela venda, não é monitorado para ver se há uma elevação ou diminuição significativa e nem calcula-se algum índice para se verificar problemas de falta ou materiais desnecessários que possam estar a meses ou anos onerando a organização. Igualmente à área de compras e suprimentos, não faz comparação com outras organizações no mercado ou com concorrentes, colocando também que é uma empresa singular. Não há metas a serem atingidas, com exceção do índice de perda que deve ficar em 1% nas peças fabricadas por terceiros, em alguns contratos de terceirização possuídos pela Dígito. Porém, esse controle é apenas para a cobrança, em valor, do material, caso esse índice seja superado. O índice é igual ao nível que o fabricante do equipamento de montagem apresenta como aceitável.

#### **4.5.4 Distribuição**

Não há na Dígito uma área específica para distribuição, estando esse controle com o Gerente Administrativo, dentro de área chamada de GAD – Gerência Administrativa. Ela está subordinada ao Diretor Administrativo e da Qualidade.

Essa função se limita ao envio para os clientes, dos equipamentos vendidos e de peças de reposição ou necessárias para montagem, principalmente em contratos que demandem um período longo de implantação, com etapas e prazos a

serem cumpridos.

O transporte é feito, em sua maioria, por avião. Esse formato tem um custo mais elevado, chegando a representar sete vezes o custo do transporte terrestre. A área argumenta que se faz necessário para o cumprimento dos prazos e que os gastos com as multas contratuais seriam maiores do que a diferença no preço do transporte.

A área não possui controles que possam ser considerados *value drivers*. Há o controle do percentual dos gastos de transporte sobre o valor da nota fiscal da mercadoria, sobre cada projeto e por região. Há também um controle rígido sobre as majorações de custo, buscando-se sempre alternativas para solucionar problemas, que possam comprometer os percentuais do transporte sobre o valor da venda. Até este ponto, estes controles poderiam compor um *value driver*, porém não há cobrança ou o estabelecimento de metas. É uma iniciativa do administrador da função. Não há também comparação com os fornecedores ou com outras empresas.

#### **4.5.5 Vendas**

A área de vendas na Dígitro está dividida, compreendendo duas áreas distintas de negócios, conhecidas como: DNC – Diretoria de Negócios – Corporações e DNO – Diretoria de Negócios – Operadoras. Foram entrevistados dois funcionários, um de cada área, sendo o Diretor de Negócios – Operadoras e o Gerente de Negócios Corporativos, respectivamente. As duas áreas, como demonstram seus nomes, contam com diretores exclusivos, sendo subordinadas diretamente à Presidência.

Há mais duas divisões na área de vendas da organização, tratadas como unidades de negócios distintos, sendo elas: Manutenções Corporativas e Projetos Especiais. Porém, na primeira são apenas serviços acessórios oferecidos após os prazos de prestação, estabelecidos nos contratos, não possuindo uma estrutura própria. O segundo é um nicho incipiente, onde o produto já está desenvolvido e a organização visualiza um ótimo potencial de mercado, porém, sem negócios de

grande monta ou rotineiros para garantir a sustentabilidade ou estrutura formada para vendas.

A única diferença entre as duas áreas é referente aos clientes que atendem, onde a DNC atua com as corporações, ou seja, qualquer organização que deseje ou possa desejar produtos ou serviços da Dígitro, com exceção das operadoras de telefonia, em sua maioria antigas estatais, que fazem parte do porta-fólio de clientes da DNO. Como característica própria a DNO tem um número muito reduzido de clientes, com negócios de grande valor, onde apenas um pode representar mais da metade das vendas de um ano.

Os concorrentes da DNC são conhecidos, porém de maneira um pouco confusa, pois os produtos da organização são adaptáveis a inúmeras funções ou atividades distintas dentro da área de telecomunicações, o que faz dividir o mercado, dependendo das aplicações, com empresas distintas. Porém, apesar de atuar em diferentes nichos, todos eles são do segmento de telecomunicações, o que proporciona facilidade para se buscar sinergias.

O fato de atuar em vários nichos influencia também no perfil de seu quadro de funcionários, que possui poucos especialistas, mas muitos que buscam diversas áreas de conhecimento. Internamente esses profissionais são chamados de “generalistas”.

Os concorrentes da DNO também são conhecidos, mas as características do mercado diferem. Os negócios com as operadoras são, em sua maioria, vendas de grande valor, que demandam longos prazos de instalação e vínculos com prestação de serviços, todos personalizados, alterando suas características negócio a negócio.

Na área de vendas há um item que pode ser considerado como *value driver*: é controlado o valor total das vendas. Há uma meta estabelecida para cada ano que é monitorada e reportada para a diretoria, com busca de soluções para o caso de problemas. Essa meta também está dividida entre as duas áreas, sendo tratadas separadamente. Sua aplicação ao setor do negócio não é questionada pela área, que comenta que não apenas o seu, mas todos os setores da economia controlam a

evolução de suas vendas. Há também a comparação com o desempenho das vendas de seus concorrentes. Não há outros controles que possam ser considerados como *value drivers*.

Há algumas críticas expostas pela área, como o fato de a empresa ter decisões lentas, não analisar seu posicionamento no mercado, sustentar suas vendas de forma não sistemática e ter uma visão muito financeira, não se atendo à situação econômica.

Para a área de operadoras especificamente, foram citados alguns problemas, tal como o fato de a Dígito competir com multinacionais globalizadas, que fazem parceria com alguns de seus clientes em seus países de origem, impedindo sua entrada neste. Outro problema citado é a questão financeira: como são normalmente contratos de grande valor, alguns superam sua capacidade de financiamento. Como a organização não possui formas alternativas, é excluída de vários negócios que poderiam dobrar seu valor anual de vendas.

#### **4.5.6 Marketing**

A área de marketing da Dígito está subordinada diretamente à presidência da organização e é chamada internamente de MKT – Marketing. Seu responsável é o Gerente de Marketing.

Seu maior relacionamento é com a área comercial (vendas), tendo maior concentração na DNC, que trabalha com as corporações, pois existe uma pulverização maior.

Referente aos *value drivers*, não há controles que se equiparem. A área tem uma pesquisa de satisfação feita com os clientes, que é analisada, e seus resultados passados para a área técnica, onde são tomadas decisões sobre seus dados. Porém, não há meta de satisfação a ser atingida e também não sabe se esta é prática do mercado ou de seus concorrentes. Existem outros controles pela área, como por exemplo, a análise de novos clientes, porém o que mais próximo de um *value driver* está, é a pesquisa de satisfação, citada anteriormente.

A área tem várias críticas referente à forma de gestão da organização. Reclama da ausência de uma estratégia clara, o que faz com que não tenha foco e pulverize seus esforços em vários segmentos de mercado. Conforme a área, apesar de todos eles serem em telecomunicações, esta ausência, faz com que não seja possível direcionar seus esforços e criar uma marca forte em algum deles, onde poderia cobrar preços mais elevados e criar competências que garantiriam uma maior sustentabilidade para a Dígito. Acrescenta que há um percentual das vendas orçado para a área, porém nunca é levado em conta no momento de se decidir sobre gastos que a envolvam. Outro problema colocado é a carência de visão de longo prazo.

Perante o problema da falta de estratégia, a área elaborou uma, porém não é difundida na organização. Seu gerente a utiliza para orientar suas decisões.

#### **4.5.7 Inovação – Pesquisa e Desenvolvimento**

A área de inovação (pesquisa e desenvolvimento) está subordinada ao Diretor Técnico-Industrial, área DTI – Diretoria Técnico-Industrial, na Dígito. É internamente conhecida como GTE – Gerência de Tecnologia e seu responsável é o Gerente de Tecnologia.

A área tem um grande relacionamento com as áreas comercial e produtiva. É dada muita importância à mesma, dentro da organização, visto que seus produtos e serviços carregam muita tecnologia e o mercado de telecomunicações é muito dinâmico, com um alto índice de lançamento de novos produtos.

Dois controles que podem ser considerados como *value drivers* foram identificados na área: problemas com os produtos lançados e nível de eficiência no atendimento aos desejos dos clientes. Os dois itens têm metas a serem atingidas e decisões são tomadas ao surgimento de problemas. A comparação com os concorrentes ou com o mercado não ocorre, mas apenas porque essa área dentro das organizações é muito fechada, tratada com muito sigilo, o que faz com que a Dígito não consiga informações.

A área também tem desejo de outros controles não possuídos no momento e que poderão ser considerados como *value drivers* se implantados, visto que teriam o mesmo procedimento dos dois anteriores. São eles: custo por desenvolvimento e valor intelectual por desenvolvimento<sup>9</sup>. Não o faz ainda, pois não conhece técnicas para desenvolvê-los ou aplicá-los.

Uma observação sobre a área é o fato de não ter ou pretender ter qualquer patente. Consideram que por vender produtos e não tecnologia não se fazem necessárias.

#### 4.5.8 Finanças

A área financeira dentro da Dígito está formalmente subordinada à Presidência, e é conhecida como DTI – Diretoria Financeira. Porém, apesar de o cargo de Diretor Financeiro ser ocupado pelo Presidente, quem realmente responde pelas operações da área financeira é a GFI – Gerência Financeira, tendo como responsável o Gerente Financeiro.

Seu relacionamento é muito intenso com a alta administração e a Controladoria. A área contábil está sob sua responsabilidade.

Foram identificados quatro controles que podem ser considerados como *value drivers*: (1) controle do saldo de caixa, (2) controle dos índices de liquidez, (3) controle dos índices de alavancagem e (4) controle da inadimplência do contas a receber conjuntamente com seu perfil. Todos eles desfrutam de metas estabelecidas e no caso de problemas são tomadas decisões. Há também a comparação com o mercado e concorrentes, apesar de não ser sistemática.

Observa-se que o controle dos itens de liquidez e dos índices de alavancagem não foram considerados *value drivers* na análise dos genéricos, mas apenas como quase *value drivers*. Isso ocorre porque na área de finanças há seu

---

<sup>9</sup> Essa definição, na Dígito, é atribuída ao custo de se manter um alto nível técnico para o lançamento de novos produtos.

enquadramento em todos os quesitos necessários, o que não ocorre quando analisados como genéricos.

A área tem uma série de informações que são também elaboradas e passadas para a direção a cada mês. São essas informações: análise das receitas financeiras, análise das despesas financeiras, análise de outras receitas operacionais, análise da equivalência patrimonial, níveis e análise dos estoques, análise de outros créditos, análise dos investimentos, análise do imobilizado, análise do diferido. Alguns desses itens são alertados pela área quando apresentam níveis que possam gerar problemas, porém, esses não possuem metas e também as decisões não são tomadas pela área financeira. A área acredita que outros setores da empresa estejam controlando-as, porém, possui a intenção de verificar esses itens também.

#### **4.5.9 Recursos Humanos**

A área de recursos humanos na Dígito está subordinada ao Diretor Administrativo e da Qualidade, na DAQ, e é conhecida internamente como RTR – Setor de Relações Trabalhistas. Não possui um gerente de área, mas apenas um coordenador: Coordenador de Relações Trabalhistas.

Relaciona-se com todas as áreas da organização, pela sua própria característica: envolvimento com as pessoas da organização.

A área possui um item que pode ser considerado como *value driver*: controle do nível salarial. O nível salarial é comparado com o mercado e sua meta é de estar acima deste. Não houve casos de problemas recordados pela área, mas se surgirem serão discutidos com a diretoria para se tomar uma decisão.

Há outros dois itens de controle forte dentro da área, que são a análise da rotatividade das pessoas e o plano de desenvolvimento. O primeiro não é considerado um *value driver* porque não há meta definida e não há comparação com o mercado ou concorrentes. A área também expõe que não há como comparar, visto que a Dígito é uma empresa singular, apesar de comparar o nível salarial. O

segundo é controlado e tem metas, porém, sua descaracterização vem do fato de não haver comparação com o mercado, onde a organização simplesmente arbitra a quantidade de horas que acredita ser consistentes para um forte desenvolvimento.

Como observações finais da entrevista com a área, vale destacar que houve uma queixa sobre a lentidão na tomada de decisões.

#### **4.5.10 Tecnologia da Informação**

A área de tecnologia da informação, na Dígitro, está subordinada ao Diretor Administrativo e da Qualidade, na DAQ, e é conhecida internamente como INF – Setor de Informática. Há na empresa uma área denominada de SES – Gerência de Software Estruturado, mas esta nada tem a ver com a tecnologia da informação, visto que desenvolve *softwares* aplicados nos produtos fabricados pela organização. A área não conta com um gerente, mas com um coordenador: Coordenador de Informática.

Não possui, esta, um relacionamento mais forte com áreas específicas dentro da organização, interagindo com todas.

Na área não há controles identificados que poderiam ser considerados *value drivers*. Apenas o interesse em controlar os gastos do setor se aproximaria, mas é uma iniciativa da área e não da direção da Dígitro. Os trabalhos desenvolvidos são basicamente operacionais, com alguns projetos, como a implantação de um sistema de *business intelligence*, que está tentando-se colocar em prática. A área carece de objetivos claros.

#### **4.5.11 Relações com o Governo**

Não há na organização uma área específica que trate do relacionamento com o governo. Essa atribuição está ligada diretamente ao Presidente da Dígitro, na área PRE – Presidência, porém, de forma aberta, com a colaboração de todo o corpo diretivo da organização.

A organização faz uma monitoração das alterações legais que aconteceram ou que possam acontecer e que têm a possibilidade de influenciar seu mercado de atuação. Busca isto através de associações de classe, de publicações oficiais, de jornais de negócios e com a FIESC – Federação das Indústrias do Estado de Santa Catarina, onde tem um excelente relacionamento. Essa verificação é freqüente, possuindo um funcionário dedicado em tempo integral à busca de notícias que envolvam a empresa, seu mercado ou seus concorrentes. Conta também, a empresa, com um escritório de advocacia contratado, para o qual, em qualquer suspeita de problemas, solicita um estudo do assunto para averiguar se a empresa será afetada pela alteração na legislação e se existem meios de se defender ou minimizar o impacto.

Essa constante monitoração pode ser considerada um *value driver*, pois busca os itens aplicáveis aos seus segmentos de atuação, onde os concorrentes também controlam, o que se percebe nas entidades de classe. Não existem metas claras, pois a quantificação é difícil, mas a intenção é sempre conseguir prevenir ao máximo possível, o que não a desqualificaria como *value driver*. Por último, decisões são tomadas a cada percepção de possível problema.

Há também um outro item que poderia ser considerado como um *value driver*, que é a instalação de um escritório em Brasília, no intuito de buscar uma aproximação com o meio político nacional, ou seja, fazer *lobby*. Porém, faltam-lhe metas claras, não se sabe se haverá resultados positivos e nem se é prática do mercado e de seus concorrentes, fazendo com que seja apenas uma intenção.

#### **4.5.12 Comparação das Respostas das Áreas**

A maioria das áreas não teve, ou apresentou poucos itens identificados que possam ser considerados como *value drivers*. Isso está melhor exposto na tabela à frente, que contém:

- todas as áreas;
- a quantidade de itens que se enquadram na filosofia dos *value drivers* e
- a quantidade de itens que poderiam vir a se tornar ou que as áreas têm

intenção de controlar ou que apresentam mais de uma característica em comum com os *value drivers*.

**Tabela 8: Controles por Área como *Value Drivers*.**

Divisão (Áreas) dos Questionamentos	Quantidade	Próximos ou Desejados
Genéricos	17	6
Processo de Compras e Suprimentos	0	0
Processo Produtivo	0	0
Distribuição	0	0
Vendas	1	0
Marketing	0	1
Inovação – Pesquisa e Desenvolvimento	2	2
Finanças	4	9
Recursos Humanos	1	2
Tecnologia da Informação	0	0
Relações com o Governo	1	1

Observa-se que em várias áreas se repetiu os *value drivers* citados como genéricos. O que se percebeu é que estes são controlados nos dois pontos, como genéricos pela Controladoria e direção e nas áreas. São eles: saldo de caixa, índices de liquidez e de alavancagem e evolução das vendas. Há também repetição de alguns colocados como próximos aos *value drivers* nas áreas, sendo: plano de desenvolvimento e percentual investimento em marketing sobre as vendas. Portanto, a soma deles para uma totalização de *value drivers* na empresa não estaria correta. Na quantidade total para a empresa devem ser exclusas as repetições.

#### 4.6 COMENTÁRIOS FINAIS

Nesta parte do trabalho são colocadas algumas observações genéricas da coleta de dados, que podem influenciar em todos os aspectos da análise da organização.

As áreas, quase em sua totalidade, não expressaram a necessidade de se separar as informações entre as unidades de negócios, sendo que as duas de menor importância, que são a Manutenções Corporativas e Projetos Especiais, praticamente não foram lembradas. Observa-se que ainda não existe internamente uma estrutura específica para estas duas.

Algumas das áreas entrevistadas não possuem gerência, mas apenas coordenadores, o que destaca menor importância destas dentro da Dígitro. Há também o fato de muitas áreas não terem grande atuação na organização por não estarem voltadas ao centro dos objetivos da Dígitro, que é uma majoração do valor agregado ao produto através do desenvolvimento e venda de alta tecnologia e de serviços casados. Exemplo é o setor produtivo, que não é uma área de intenso trabalho, contando inclusive com inúmeras terceirizações, administrando a organização, apenas o desenvolvimento tecnológico. Se esta menor importância por causa do foco e a ausência de gerência coincidirem, há coerência.

Muitas áreas não comparam seus indicadores ou mesmo procedimentos com o mercado ou com concorrentes, justificando com o fato de que a Dígitro é uma empresa única. Essa classificação é quase genérica na empresa, e inicia conversas em inúmeras situações quando se busca o entendimento ou a comparação da organização.

Há um estudo em andamento para a implantação, na área de controladoria, de um trabalho para se identificar o valor da organização. São dois os objetivos vinculados a esse desenvolvimento: (1) comparar e mostrar para os acionistas o crescimento ou a diminuição do valor do negócio, (2) estar preparada para o caso de um investidor ou concorrente desejar adquirir, entrar como sócio na empresa ou criar uma *joint-venture*.

## 5 CONCLUSÕES

As conclusões deste trabalho foram limitadas pelo seu objetivo central, que é a análise comparativa da estrutura interna de funcionamento e acompanhamento da Dígitro Tecnologia Ltda. com a filosofia da Administração Baseada em Valor. Elas ressaltam os resultados da pesquisa que melhor refletem esta análise.

Referente à estrutura básica necessária para a Administração Baseada em Valor, pelas entrevistas pode-se perceber que dos seis itens necessários, a Dígitro possui apenas dois. Isso se ameniza quando se explica que entre os seis, três não podem ser identificados sem o início de um processo de implantação.

Porém, o item de maior peso não está presente, que é uma clareza na estratégia de atuação da empresa. Apenas neste ano de 2002 a Dígitro formulou claramente uma estratégia, mas essa não é de conhecimento das pessoas que ali trabalham, ficando apenas no nível da alta administração. Algumas áreas, principalmente as que têm mais contato com os clientes, que são as duas diretorias de vendas (para corporações e operadoras), têm acesso pelo fato de contarem com diretores, mas outras importantes, como marketing, que tem o trabalho de difundir e fortalecer o nome da organização, não percebe, as delimitações traçadas pela estratégia, trabalhando da mesma forma de antes.

Essa falta de estratégia faz com que as áreas não consigam direcionar ou buscar os *value drivers*, minando a possibilidade de colocarem todos os seus esforços no objetivo central da VBM, que é a maximização do valor para o acionista.

O ponto positivo, é que há a intenção de se implantar, o que a aproxima mais da filosofia da VBM. Conforme a diretoria da empresa, isto já deveria ser realidade, mas será buscado o mais rápido possível. Ainda referente à intenção, os mesmos itens que antes não poderiam ser identificados, tem a mesma característica aqui.

No caso de uma implantação da VBM na empresa, a resposta foi positiva para todos os quesitos. Os que já existem seriam mantidos ou reforçados e os que não existem seriam implantados.

Com isso, conclui-se que há uma forte proximidade da organização com a filosofia da VBM, referente à estrutura básica necessária para a implantação da Administração Baseada em Valor.

No caso dos itens para montagem do fluxo de caixa descontado, com as entrevistas se percebeu que dos seis elencados anteriormente (capítulo da Revisão Bibliográfica), apenas dois têm controles diretos para sua verificação. Mas, mesmo estes, não têm uma perspectiva a longo prazo, ou seja, não são controlados com este intuito, mas sim para monitorar o crescimento e a rentabilidade da Dígitro numa perspectiva de curto prazo.

Porém, há intenção de implantação em todos os seis quesitos do elenco desse trabalho. Há também um estudo para a construção do fluxo de caixa descontado com o propósito de se buscar o valor da empresa e seu controle, verificando justamente o cerne da filosofia da VBM: a majoração do valor para o acionista. Eles também seriam mantidos, ou reforçados, se fosse o caso, numa implantação da Administração Baseada em Valor.

Com isso, conclui-se que, apesar da organização ter a intenção de se aproximar da filosofia da VBM, no que tange aos itens para montagem do fluxo de caixa descontado, está longe atualmente, por dois motivos principais: (1) a ausência da maioria dos controles e (2) a perspectiva de curto prazo que rege seus controles.

Referente aos *value drivers*, pelas entrevistas se percebeu que a Dígitro não os possui em quatro das dez áreas analisadas neste trabalho. Os *value drivers* genéricos existem, e é onde se percebeu o maior número de ocorrências.

As áreas que mais possuem controles que podem ser considerados como *value drivers* são, em ordem decrescente: financeira, pesquisa e desenvolvimento e

recursos humanos. Dentre os *value drivers* genéricos, que se fossem uma área, estariam em primeiro, a maioria se refere à área financeira, que aqui tem uma abrangência sobre a contabilidade e controladoria. Isso demonstra o quanto a Dígitro é voltada para essa área, minimizando a atenção para as demais.

As duas áreas seguintes, pesquisa e desenvolvimento e recursos humanos, vêm ao encontro de um dos mais fortes objetivos estratégicos da Dígitro: o desenvolvimento de tecnologia de ponta para agregar aos produtos e serviços. A área de inovação com a busca direta deste e a de recursos humanos fundamental para a identificação, contratação e manutenção de funcionários de alto nível, que possam não só responder pela iniciativa de buscar alta tecnologia, mas também para conseguir lidar com seus equipamentos e com seus clientes, que também têm um alto padrão em seus quadros de funcionários.

Referente à intenção da implantação de controles que possam ser considerados como *value drivers*, a maioria das áreas da organização não se mostrou propensa, principalmente as que não os possuíam. Essa intenção foi percebida nas áreas que já os tem, e novamente, mais forte na área financeira.

Esse foco na área financeira e o não desejo de controles pelas outras é um padrão que deve ser alterado caso a Dígitro deseje implantar a VBM.

Com base nisso, conclui-se que a Dígitro, referente aos *value drivers*, está longe da filosofia da Administração Baseada em Valor, com exceção para os genéricos e para a área financeira. Referente às áreas de pesquisa e desenvolvimento e recursos humanos, apesar de possuírem controles, estes são poucos para estas serem consideradas próximas da VBM.

Um item que distancia a organização da VBM é a não comparação com o mercado ou com seus concorrentes. Muitos funcionários se agarram à desculpa de a Dígitro ser uma empresa única, e protelam ou descartam qualquer tentativa de parametrização. Isto prejudica não apenas no caso de uma implantação da Administração Baseada em Valor, mas também o próprio desenvolvimento atual, proporcionando uma sujeição da empresa ao estilo de gerência que impera no

momento.

Outro fator é que, alguns dos distanciamentos da Dígitro para a VBM não acontecem por causa da ausência dos *value drivers*, dos itens para montagem do DCF ou da estrutura básica necessária, mas por falta de comunicação interna. Um exemplo é o caso da estratégia, que apesar de definida, não é conhecida por algumas áreas.

Um *value driver* sugerido pelos autores para a área de pesquisa e desenvolvimento é o número de patentes por funcionários. A Dígitro não possui patentes, pois considera que vende produtos e não tecnologia. Isso não está de acordo com uma de suas diretrizes, que é agregar valor através de alta tecnologia a seus produtos e, conseqüentemente, seus serviços. Outro detalhe é que, mesmo se não tivesse alta tecnologia embutida em seus equipamentos e serviços, não deveriam seus inventos e inovações ficar sem proteção. Não há também um claro controle dos investimentos na área.

A área de recursos humanos, apesar de ser de grande importância para a Dígitro, como comentado anteriormente, não conta com uma gerência, mas apenas com um coordenador de área. Isto ressalta sua menor importância dentro da organização, o que pode gerar um problema no tratamento interno das áreas.

Outra área que poderia ser melhor explorada é a de tecnologia da informação. A empresa trabalha com alta tecnologia, incluindo uma série de softwares e aplicativos desenvolvidos, o que lhe dá grande conhecimento da área. Porém, percebe-se que seu desenvolvimento não é forte. A área não possui *value drivers* e ainda está sob a responsabilidade apenas de um coordenador, igualmente à área de recursos humanos.

Outro ponto é que na maioria das análises não se percebeu uma divisão por área de negócios na tratativa das informações. As informações por área de negócios são divididas praticamente só nas informações financeiras de resultado, limitando-se à identificação da margem de contribuição e do lucro bruto das mesmas. Isto dificulta o bom funcionamento da VBM e afasta ainda mais a empresa

dela.

Nas análises anteriores, percebeu-se que a estrutura básica necessária estava próxima da filosofia da VBM, com a ressalva da estratégia ainda não difundida, e que os itens para montagem do DCF e os *value drivers* estavam distantes. Numa análise mais ampla, conclui-se que a Dígito está distante da filosofia da Administração Baseada em Valor, porém com a intenção de buscar a aproximação.

### 5.1 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A pesquisa possui algumas limitações, podendo citar como principais:

- Ter sido desenvolvida em apenas uma organização;
- A empresa pesquisada não ter uma percepção dos possíveis benefícios que a VBM traria e
- Não trabalhar a realidade de uma organização que já possui a VBM implantada.

### 5.2 SUGESTÕES PARA FUTUROS ESTUDOS

Algumas sugestões para futuras pesquisas envolvendo a Administração Baseada em Valor podem ser apresentadas.

Outros pesquisadores poderiam buscar nas organizações a verificação da credibilidade da VBM, com empresas que a possuam ou não, sendo que no segundo tipo há necessidade de desenvolver uma explicação para os entrevistados entenderem claramente a filosofia da Administração Baseada em Valor.

Há também a hipótese de se desenvolver o mesmo trabalho, porém em outros setores da economia, podendo-se fazer uma análise comparando a nova pesquisa com esta, verificando-se quais as áreas de maior foco para os *value drivers* ou outros itens relacionados com a VBM.

Outra sugestão seria o desenvolvimento de um mapa de *value drivers* para uma organização que não se utilize da VBM, que poderia ser comparado com o de outra empresa, do mesmo segmento, que a utilize.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANATEL – **Agência Nacional de Telecomunicações**. [www.anatel.gov.br](http://www.anatel.gov.br). Acessado em 20-out-2001.

ATKINSON, Anthony A., BANKER, Rajiv D., KAPLAN, Rajiv S., YOUNG, S. Mark. **Contabilidade Gerencial**. São Paulo : Atlas, 2000.

BODIE, Zvi, KANE, Alex, MARCUS, Alan J. **Fundamentos de Investimentos**. 3. ed. Porto Alegre : Bookman, 2000.

COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas – “Valuation”**. São Paulo : Makron, 2000.

DAMODARAN, Aswath. ,BERNSTEIN, Peter L. **Administração de Investimentos**. Porto Alegre : Bookman, 2000.

DAMODARAN, Aswath. **A Face Oculta da Avaliação**. São Paulo : Makron Books, 2002.

EHRBAR, Al. **EVA – Valor Econômico Agregado – A verdadeira chave para criação de valor**. Rio de Janeiro : Qualitymark, 1999.

GALLI, Oscar Claudino. Uma proposta de metodologia para a determinação de probabilidade que retrate o valor monetário da empresa. **Tese de Doutorado – UFSC**. Florianópolis, 1988.

GAZETA MERCANTIL. **Balanco Anual**. São Paulo : Gazeta Mercantil, n. 22, p. 300, 1998.

\_\_\_\_\_ **Balço Anual.** São Paulo : Gazeta Mercantil, n. 23, p. 334, 1999.

\_\_\_\_\_ **Balço Anual.** São Paulo : Gazeta Mercantil, n. 24, p. 172, 2000.

\_\_\_\_\_ **Balço Anual.** São Paulo : Gazeta Mercantil, n. 25, p. 364-366, 2001.

\_\_\_\_\_ **Balço Anual.** São Paulo : Gazeta Mercantil, n. 26, p. 233-366, 2002.

HELFFERT, Erich A. **Técnicas de Análise Financeira.** Porto Alegre : Bookman, 2000.

IFAC – International Federation of Accountants. **Management Accounting Concepts – Revised in March 1998.** www.ifac.com. Acessado em 17-out-2001.

KAPLAN, Robert S., NORTON, David P. **A Estratégia em Ação – Balanced Scorecard.** 11. ed. – Rio de Janeiro : Campus, 1997.

\_\_\_\_\_ **Organização Orientada para a Estratégia.** 3. ed. – Rio de Janeiro : Campus, 2001.

KAPLAN, Robert S. **Balanced Scorecard – uma metodologia de gestão.** <http://www.sap.com/brazil/company/perspectiva/1199.asp>. Acessado em 28-ago-2002.

LOPES, Mikhail. Balço de Idéias – A contabilidade não registra o capital intelectual – mas ele é cada vez mais importante. **Exame – Edição Especial.** São Paulo : Abril, n. 766, p. 6-13, jul/2002.

MARTIN, John D., PETTY, J. Willian. **Value Based Management.** Boston : Harvard Business School, 2000.

PADOVEZE, Clóvis Luíz. O papel da Contabilidade Gerencial no processo de criação de valor. **Revista Brasileira de Contabilidade.** Brasília : Conselho Federal de Contabilidade, n. 129, p. 36-51, mai-jun/2001.

PEREZ JUNIOR, José Hernandez, PESTANA, Armando Oliveira, FRANCO, Sergio Paulo Cintra. **Controladoria de Gestão – Teoria e Prática**. 2. ed. – São Paulo : Atlas, 1997.

RAPPAPORT, Alfred. **Creating Shareholder Value – The New Standard for Bussiness Performance**. New York : The Free Press, 1986.

\_\_\_\_\_ **Gerando Valor para o Acionista**. São Paulo : Atlas, 2001.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira – Corporate Finance**. São Paulo : Atlas, 2002

SALAZAR, Willian. Os rumos da contabilidade “radical”. **Gazeta Mercantil – Relatório: As Empresas Dinâmicas**. São Paulo, p. 1, 24/set/2001.

SCOTT, Mark C. **Value Drivers**. Chichester - UK : John Wiley & Sons, 2000.

YIN, Robert K. **Estudo de Caso – Planejamento e Método**. 2. ed. – Porto Alegre : Bookman, 2001.

## **ANEXO I – ENTREVISTA SEMI-ESTRUTURADA**

### **ESTRUTURA BÁSICA NECESSÁRIA**

#### **Questões para os Itens da Estrutura Básica Necessária:**

- Verificar se existem na empresa
- No caso de não existir, verificar se há intenção de se implantar ou mudar para a configuração necessária
- No caso de uma implantação da VBM, verificar se seria aceito o novo formato

#### **Estrutura Básica Necessária para Implantação e Funcionamento:**

- Estratégia clara e conhecida, com foco definido para cada unidade de negócio;
- Apoio da Alta Direção (inclusive do Presidente) da empresa
- Forte conhecimento do mercado de atuação para a construção do mapa dos *Value Drivers* para cada unidade de negócios
- Tomada de decisões atrelada aos objetivos da VBM
- Remuneração variável baseada nos objetivos dispostos pela VBM
- Filosofia de constante treinamento e aperfeiçoamento para a freqüente correção do mapa dos *Value Drivers*

### **ITENS PARA MONTAGEM DO FLUXO DE CAIXA**

#### **Questões para os Itens para Montagem do Fluxo de Caixa:**

- Há a verificação ou controle?
- Há indicadores controlados para se verificar?
- Se busca uma perspectiva de longo prazo?
- Se não:
  - Há desejo de se controlar?

- Se sim:
  - Existem metas para serem atingidas?
  - Qual o tratamento no caso de problemas?
  - É um controle forte ou vulnerável?
- Há algum outro controle que possa ser comparado a esses ou que possa substituí-los?

### **Itens para Montagem do Fluxo de Caixa:**

- Crescimento das Vendas
- Margem de Lucro Operacional
- Investimento incremental em Ativos Fixos
- Necessidade Líquida de Capital de Giro
- Alíquota de Imposto de Renda
- Custo do Capital

### **VALUE DRIVERS**

#### **Questões para os Value Drivers:**

- Há controle sobre esses indicadores?
- Esse índice é aplicável ao setor (segmento da economia onde atua)?
- Se não:
  - Há interesse em controlá-lo?
  - Os concorrentes o controlam?
- Se sim:
  - Os concorrentes o controlam e é feita alguma comparação?
  - Existem metas para serem atingidas?
  - Os indicadores são cruzados com os de outras áreas (principalmente para verificar sinergias)?
  - Qual o tratamento no caso de problemas?
  - É um controle forte ou vulnerável?
  - Se faz necessário pela estratégia da empresa (ver por unidade de negócio)?
  - É controlado separadamente para cada unidade de negócio?

- Há outros indicadores controlados nessa área? Quais?
- Há outros indicadores que seriam necessários que não estão sendo controlados?
- Se aceitaria iniciar seu controle no caso de implantação da VBM?

### **Value Drivers:**

#### **Value Drivers Genéricos:**

Retorno sobre o Patrimônio Líquido

Retorno total para o Acionista (Sócio)

Retorno sobre Ativos (total e líquido)

Retorno sobre Base Corrente de Valor

Rendimento dos Dividendos

Dividendos comparados com os Ativos

Cobertura dos Dividendos

Índice de Retenção de Lucros

Valor da Empresa

- Valor Total
- Comparado com o Valor de Registro Contábil

Fluxo de Caixa

- Geração
- Evolução
- Padrão
- Retorno sobre o Investimento
- Fluxo de Caixa Livre
- Separado por Projetos

Margem

- Bruta
- Operacional
- Líquida
- Antes dos Juros e Impostos

Custos e Despesas Operacionais

- Evolução
- Comparação com a Receita

Margem de Contribuição

Índices de Liquidez

Alavancagem

- Estrutura de Capital
- Custo do Endividamento
- Custo do Endividamento comparado com o Risco da Empresa
- Endividamento comparado com os Ativos
- Cobertura dos Juros

Giro do Ativo

Administração do Capital de Giro

- Giro dos Estoques
- Padrão de Duplicatas a Receber
- Padrão de Duplicatas a Pagar

Eficiência dos Recursos Humanos

### ***Value Drivers Específicos***

Processo de Compras e Suprimentos

Relacionamento com Fornecedores

Custo do Estoque de Insumos

Custo dos Insumos

Qualidade dos Insumos

Processo Produtivo

Custos

- Utilização da Capacidade Fabril
- Escala de Produção
- Estoque em Processo

Qualidade

- Índice de Perdas
- Retrabalho

## Tempos de Produção

- Ciclo Operacional
- Tempo direto no produto

## Flexibilidade

- Tempo de Troca

## Distribuição

Tempo de Resposta ao Mercado

Estoque de Produtos Acabados

Custo de Distribuição

## Vendas

Complexidade do Canal de Distribuição

Controle do Canal de Distribuição

Relação com o Mercado

Reação do Mercado

## Marketing

Nicho de Mercado (Foco)

Fidelidade dos Clientes

Perda de Clientes

Novos Clientes

Resultado por Cliente

Participação no total de Campanhas Publicitárias

Lembrança da Marca

Preço Alto (*Premium*)

## Inovação (Pesquisa e Desenvolvimento)

Pesquisa e Desenvolvimento sobre a Receita

Patentes por Empregado

Lançamento de Novos Produtos

Posição na Curva de Inovação

### Financeira

Maturidade do Passivo  
Relacionamento com os Investidores  
Controles Internos  
Aquisições

### Recursos Humanos

Média Salarial  
Rotatividade de Funcionários (*Turnover*)  
Hierarquia  
Descentralização  
Distribuição da Renda  
Distribuição de Ações aos Funcionários  
Bônus  
Oportunidades para os Funcionários  
Índice de Investimento em Treinamento  
Comunicação Interna  
Espaço Físico por Funcionário  
Sindicalização

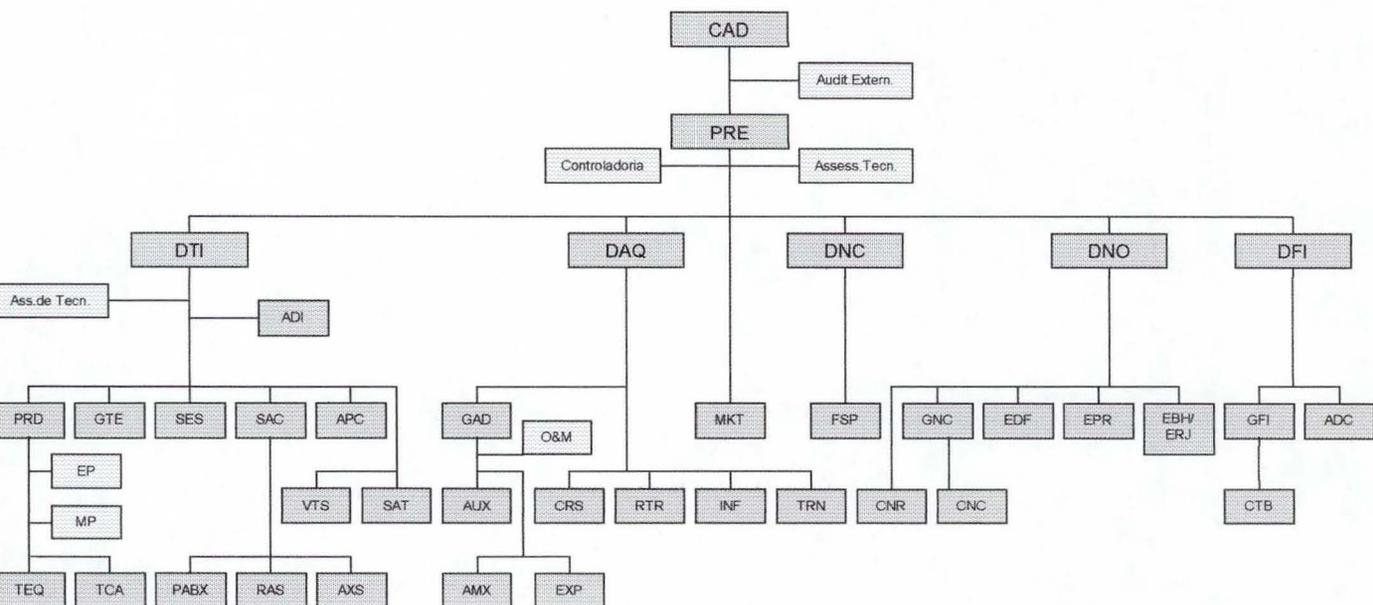
### Tecnologia da Informação

Gastos em TI sobre a Receita  
Rede de Comunicações  
Compartilhamento do Conhecimento  
Integração da Cadeia de Valor

### Relações com o Governo

Exposição a Alterações Legais  
Capacidade de Influência (*Lobby*)

## ANEXO II – ORGANOGRAMA DÍGITRO TECNOLOGIA LTDA.



### Legenda das áreas no organograma da Dígitro Tecnologia Ltda.

ADI – Assessoria da Diretoria Técnico-Industrial

ADC – Gerência de Administração de Contrato

AMX – Seção de Almoxarifado

APC – Gerência de Aplicativo/Cliente

AUX – Setor de Serviços Auxiliares

AXS – Advanced Exchange System

CAD – Conselho de Administração

CNC – Coordenador de Negócios Corporativos

CNR – Coordenação Regional

CRS – Setor de Compras

CTB – Setor de Contabilidade

DAQ – Diretoria Administrativa e da Qualidade

DFI – Diretoria Financeira  
DNC – Diretoria de Negócios - Corporações  
DNO – Diretoria de Negócios - Operadoras  
DTI – Diretoria Técnico-Industrial  
EBH/ERJ –Escritório Belo Horizonte / Escritório Rio de Janeiro  
EDF – Escritório Distrito Federal  
EP – Engenharia de Produtos  
EPR – Escritório Paraná  
EXP – Seção de Expedição  
FSP – Filial São Paulo  
GAD – Gerência Administrativa  
GFI – Gerência Financeira  
GNC – Gerência de Negócios - Corporações  
GTE – Gerência de Tecnologia  
INF – Setor de Informática  
MKT – Marketing  
MP – Matéria-Prima  
O&M – Organização e Métodos  
PABX – Private Automatic Branch Exchange  
PRD – Gerência de Produção  
PRE – Presidência  
RAS – Remote Access Server  
RTR – Setor de Relações Trabalhistas  
SAC – Gerência de Serviço de Atendimento ao Cliente  
SAT – Serviço de Assistência Técnica  
SES – Gerência de Software Estrutural  
TCA – Setor de Testes de Cartões  
TEQ – Setor de Testes de Equipamentos  
TRN – Setor de Treinamento  
VTS – Setor de Verificação, Validação e Testes de Sistemas