

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –  
FECAP**

**MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**OTÁVIO GOMES CABELLO**

**ANÁLISE DAS PRÁTICAS DE GESTÃO BASEADA EM VALOR NAS  
EMPRESAS DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA E NOVO MERCADO BOVESPA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de  
Comércio Álvares Penteado – FECAP, como  
requisito para obtenção do título de Mestre em  
Ciências Contábeis.

**Orientação: Prof. Dr. Cláudio Parisi**

**São Paulo**

**2006**

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP

Reitor: Prof. Dr. Sergio de Gouveia Franco

Pró-reitor de Graduação: Prof. Jaime de Souza Oliveira

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Sergio de Gouveia Franco

Coordenador do Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Anisio Candido Pereira

## FICHA CATALOGRÁFICA

C114a Cabello, Otávio Gomes  
Análise das práticas de gestão baseada em valor nas empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa e novo mercado BOVESPA / Otávio Gomes Cabello. -- São Paulo, 2006.  
217 f.

Orientador: Prof. Dr. Claudio Parisi.

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado em Ciências Contábeis.

1. Mercado de capitais 2. Governança corporativa 3. Valor (Economia)

**CDD 658.15**

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

**OTÁVIO GOMES CABELLO**

### **ANÁLISE DAS PRÁTICAS DE GESTÃO BASEADA EM VALOR NAS EMPRESAS DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E NOVO MERCADO BOVESPA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, como requisito para obtenção do título de mestre em Ciências Contábeis.

#### **COMISSÃO JULGADORA:**

---

**Prof. Dr. Iran Siqueira Lima**  
**Universidade de São Paulo - FEA / USP**

---

**Prof. Dr. Antonio Benedito Silva Oliveira**  
**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

---

**Prof. Dr. Cláudio Parisi**  
**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

**São Paulo, 11 de dezembro de 2006.**

## DEDICATÓRIAS

Dedico este trabalho a minha mãe Ana Rosa, aos meus irmãos Laura e Felipe, ao meu amigo Carlos Eduardo (in memoriam), a minha tia Regina, a minha avó Marina, ao meu avô Holando (in memoriam) e a minha noiva Elaine.

*“Meu filho,  
A preguiça é a chave da pobreza.  
Quem não houve conselhos, raras vezes acerta.  
A Lei de DEUS é o princípio da sabedoria.  
E sem religião não pode haver progresso espiritual.”*

**Holando Gomes da Silva**

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente gostaria de agradecer a Deus pelo dom da vida e por mais esta oportunidade na minha vida. Agradecer a minha mãe querida pelos belos exemplos de vida e pelas correções textuais; minha noiva Elaine, que me apoiou nas dificuldades e me ajudou com o inglês sempre que precisei; e ao meu mestre, mentor e amigo Prof. Cláudio Parisi que não apenas me orientou perfeitamente nesta dissertação, mas me educou pra enfrentar as dificuldades do longo caminho acadêmico e profissional ainda a ser percorrido.

Outras pessoas e organizações que eu não poderia deixar de agradecer, são:  
Minha tia Regina, que sempre me ajudou na preparação para ingresso no mestrado e me motivou todo tempo;  
Minha tia Vera, que também me ajudou com o inglês sempre que precisei;  
Meus irmãos – Laura e Felipe – pelas inúmeras caronas até a Rodoviária de Bauru;  
Prof. Gino pelas ajudas no tratamento estatístico de dados;  
Prof. Mauro Gallo por toda ajuda no referencial teórico e conselhos de amigo;  
Instituição Toledo de Ensino pelo subsídio no programa de mestrado e suporte profissional;  
BOVESPA pelo fornecimento de informações sobre a organização e entidades listadas;  
Dona Nair de Moraes Dias pelas estadias em São Paulo e maravilhoso carinho.

## RESUMO

Com a globalização do mercado de ações, colocam-se em evidência os temas relacionados a boas práticas de governança corporativa e a geração de riqueza ao acionista. Assim sendo, procurou-se observar, à luz dos pressupostos teóricos, o comportamento das empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa, com os seguintes objetivos: (a) verificar se essas empresas adotam as práticas mais indicadas de Gestão Baseada em Valor (GBV); (b) verificar a importância dada, pelas empresas que adotam o modelo, às práticas mais indicadas; e (c) verificar se as empresas, que adotam o modelo, possuem ações mais valorizadas do que as demais. Constatou-se que 45% das empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa adotam o modelo de GBV, e estas, ainda segundo os pressupostos teóricos, possuem alinhamento de 47% das “boas práticas de GBV”. A importância dada ao modelo, por meio das práticas, foi de 91%. Constatou-se, por fim, que as diferenças nas cotações das empresas que “adotam” o modelo de GBV, em relação às empresas que “não adotam” o modelo, não são, estatisticamente, significativas.

**Palavras-chave:** Mercado de capitais. Governança corporativa. Valor (Economia).

## ABSTRACT

The globalization of the stock market has put into evidence not only issues related to the practice of corporate governance but also concerning the shareholder's possibilities of gains. Therefore, guided by theoretical fundamentals, it was made the attempt to observe the conduct of the companies listed at the Differentiated Levels of Corporate Governance as well as at the Bovespa New Market in order to reach the following purposes: (a) to verify whether or not the afore mentioned companies adopt the practices mostly recommended by the Value Based Management (VBM); (b) to verify the level of importance the companies, adopting the VBM model, give to the mostly recommended practices; (c) to verify whether the companies adopting the VBM model, count with more valuable stocks than the ones not doing so. It could be verified that 45% of the companies listed at the Differentiated Levels of Corporate Governance as well as at the Bovespa New Market adopt the VBM model, and such companies, according to the theoretical fundamentals, let themselves be guided by the so called "good VBM practices" at a rate of 47%. The importance given to the model - when putting the model into practice - reached 91%. At last, it was verified that the differences - as far as the stock ratings are concerned - between the companies "adopting" the VBM model and those not "adopting" the VBM model are not statistically significant.

**Key words:** Capital market. Corporate governance. Value.

## LISTA DE GRÁFICOS

**Gráfico 1 – Comparação dos índices Ibovespa, IbrX-100, IBrX-50 e IGC referente junho de 2001 a setembro de 2004**

**Gráfico 2 – Ranking das Empresas em Relação a Adoção das Práticas de GBV**

**Gráfico 3 – Distribuição da Adoção das Práticas de GBV em Adota, Adota Parcialmente ou não Adota**

**Gráfico 4 – Comparação das cotações das ações de empresas que “adotam” a GBV e as que “não adotam”**

**Gráfico 5 - *Normal Probability Plot***

**Gráfico 6 - *Box Plot***

## **LISTA DE QUADROS**

**QUADRO 1 – Evolução da legislação brasileira sobre o mercado de capitais**

**QUADRO 2 – Preços das ações em valores monetários em diferentes referências**

**QUADRO 3 - Práticas mais indicadas de Gestão Baseada Em Valor em comum entre quatro autores**

**QUADRO 4 – Respostas do questionário**

**QUADRO 5 – Resumo da adoção das práticas de GBV pelas empresas pesquisadas**

**QUADRO 6 – Análise das práticas da empresa pesquisada**

## **LISTA DE TABELAS**

- TABELA 1 – Variação Acumulada dos Índices entre 25/06/2001 e 13/09/2004**
- TABELA 2 – Empresas Listadas nos Níveis de Governança Corporativa 1, 2 e Novo Mercado da BOVESPA**
- TABELA 3 – Quantidade de questionários respondidos por Nível de Governança Corporativa**
- TABELA 4 – Data de Adoção do Modelo de GBV e Governança Corporativa**
- TABELA 5 – Data de ingresso nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa**
- TABELA 6 – Distribuição das Frequências**
- TABELA 7 – Resultado da Distribuição de Frequência**
- TABELA 8 – Ranking das Empresas em Relação à Adoção das Práticas de GBV**
- TABELA 9 – Cotação das Empresas que Adotam o Modelo de GBV**
- TABELA 10 – Cotação das empresas que não adotam GBV**
- TABELA 11 – Comparativo da data adesão ao modelo de GBV e ingresso nos níveis diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa**

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	12
1.1 Contextualização .....	12
1.2 Situação problema .....	17
1.3 Objetivos da Pesquisa .....	18
1.4 Hipóteses .....	18
1.5 Justificativa da escolha do tema .....	19
1.6 Delimitação do Problema .....	21
1.7 Estrutura da Dissertação .....	21
<b>2 MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL</b> .....	23
2.1 Histórico .....	23
2.2 Estrutura do mercado de capitais brasileiro .....	30
2.3 Governança Corporativa .....	37
2.4 Novo Mercado da BOVESPA .....	43
<b>3 GESTÃO BASEADA EM VALOR</b> .....	47
3.1 Conceito de valor .....	47
3.2 O Valor nas organizações .....	48
3.3 Gestão Baseada em Valor (GBV) .....	49
3.3.1 Conceito de GBV .....	49
3.3.2 Necessidade de criar valor .....	51
3.4 Boas práticas de GBV .....	53
3.5 Limitações da abordagem .....	64
3.5.1 Valor da estratégia .....	66
3.5.2 Delegação de responsabilidade .....	66
3.5.3 Ilusão dos números .....	67
3.5.4 Qualidade de vida .....	68
3.5.5 Síntese da Abordagem .....	69
3.6 Indicadores na GBV .....	69
3.6.1 EVA® (Economic Value Added) .....	71
3.6.2 MVA® (Market Value Added) .....	73
3.6.3 CFROI (Cash Flow Return of Investments) .....	75
3.6.4 Fluxo de Caixa Descontado .....	77
<b>4 METODOLOGIA APLICADA À PESQUISA</b> .....	80
4.1 Método e técnicas de pesquisa .....	80
4.2 Questionário .....	81
4.3 População e amostra .....	90
<b>5 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS</b> .....	94
5.1 Verificar se as empresas adotam as práticas mais indicadas de GBV, segundo a teoria .....	97
5.2 Verificar a importância dada, pelas empresas que adotam o modelo, às práticas mais indicadas, segundo a teoria .....	104
5.3 Verificar se as empresas, que adotam o modelo, possuem ações mais valorizadas do que as demais .....	105
5.4 Considerações Finais das Análises e Interpretação dos Dados .....	112
<b>6 CONCLUSÃO</b> .....	114
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	117
<b>APÊNDICE A – Apresentação do Questionário</b> .....	122
<b>APÊNDICE B – Questionário</b> .....	123
<b>APÊNDICE C – Questionários Respondidos</b> .....	128

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização

No século XXI, as informações estão avançando com muita rapidez, em decorrência da alta tecnologia criada e dos reflexos da globalização iniciada no século passado. Esses reflexos estão ligados à informação de acontecimentos em todo o mundo, no que tange a: catástrofes, guerras, política, cultura, estilo de vida, moda, finanças, economia, etc. Estes dois últimos destacam-se em sua importância para o mercado internacional de negócios, no que diz respeito à estabilidade econômica, transparência, solidez e, principalmente, lucros.

Nesse contexto, está inserida a troca de informações para aplicação e melhora de desempenho das empresas. As empresas atuantes no mercado internacional percebem e assimilam com rapidez as informações dos melhores caminhos a serem seguidos. Já as empresas nacionais, que não atuam no exterior, em termos de Brasil, sentem dificuldade para seguir os modelos e práticas utilizadas no exterior. Essa dificuldade é suprida por meio de treinamentos ou pela busca de profissionais já qualificados.

Abordando as empresas em geral, essas afirmações podem ser inferidas. No entanto, tratando-se de empresas atuantes no mercado de capitais, a obrigatoriedade é suplantada pela simples intenção de fazer, ou seja, as empresas atuantes no mercado de capitais devem seguir normas legais muito mais rigorosas que as demais empresas. Essas exigências aumentaram com a globalização das bolsas de valores.

Além do cumprimento da norma legal, é necessário que essas empresas demonstrem uma boa gestão, para captação de recursos e continuidade da empresa. Frezatti (2003) aponta a movimentação do mercado e a importância de uma boa gestão neste mercado:

Nos últimos anos, a participação das instituições internacionais e a globalização das bolsas fizeram com que o saldo qualitativo fosse dado. Se por um lado esse fator gerou movimentações das bolsas, por outro, o número de empresas com negociações na bolsa local está caindo. A necessidade de suporte mais qualitativo para tomada de decisão, levando em conta visão globalizada de negócios, torna-se crucial. (FREZATTI, 2003, p. 16)

O autor remete-se a um suporte qualitativo nas empresas que atuam no mercado de capital, em decorrência da baixa negociação na bolsa de valores. Mas há de se levar em consideração que um suporte qualitativo nem sempre é sinônimo de solução, se implantado de maneira intempestiva, ou seja, sem a devida análise. Muitos modelos de gestão são favoráveis a determinados tipos de empresa, quer dizer, em alguns casos certos modelos não funcionam. Frezatti (2003, p. 16) endossa essa afirmação, ao declarar que algumas empresas adotam um modelo de gestão, em virtude de grande trabalho de marketing: “Modismo e bons trabalhos de marketing permitem que, em certos momentos, outras questões técnicas deixem de ser adequadamente tratadas”.

A empresa de consultoria Bain & Company apresenta anualmente uma pesquisa mundial sobre as ferramentas de gestão. Em sua nona edição, Rigby e Bilodeau (2005), autor da pesquisa, verificou que, a cada ano, o número de modelos de gestão cresce e que a questão do modismo vem atrelada a esses surgimentos:

Every year certain trends and new developments emerge from our survey, such as the four just described. But there is also continuity – plus a good deal of minor variation—from one year to another. Over time, the data paint a compelling portrait of how management tools and techniques have become an integral part of today’s business world. (RIGBY; BILODEAU, 2005)

Nessa vertente de modelo de gestão eficaz, com futuros promissores e uma parcela de mídia envolvida figura a governança corporativa. Muito se tem falado sobre: governança corporativa, avanços do mercado de capitais brasileiro, boas práticas de gestão baseada em valor, criação de valor para o acionista, mas as pesquisas realizadas, limitando-se ao Brasil, ainda são tímidas em relação aos reais efeitos desses assuntos.

Khanna, Kogan e Palepu (2006) realizaram a pesquisa “*Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis*” e constataram que países com interdependência econômica têm similares leis de governança corporativa para proteção dos *stakeholders*. Na prática, no entanto, não encontraram relação entre práticas de governança corporativa e globalização em uma bateria de estimativas nos países, indústrias e níveis de empresas. A globalização pode, pois, ter induzido a adoção de normas comuns de governança corporativa, mas essas normas podem ainda não terem sido implantadas.

Claro está que as práticas de governança corporativa estão sendo adotadas em nível mundial, assim como as práticas de gestão.

A ANIMEC (Associação Nacional de Investidores no Mercado de Capitais), preocupada com o marketing sobre a governança corporativa, frisa que: “Não basta as empresas adotarem regras de transparência e de Governança Corporativa, a “Governança” tem que ser exercida de fato” e, ainda, conceitua governança corporativa como: “Conjunto de normas e regras a serem seguidas pelas empresas abertas, no sentido de dar um tratamento equânime a todos os investidores; respeitando os acionistas minoritários; adote práticas de “*Full disclosure*”; e vise a valorização da empresa e do produto ação.”

Para o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa): “Governança Corporativa é o sistema pelo qual sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal”.

Pelo exposto, fica patente que a criação de valor para o acionista é um dos objetivos da governança corporativa. A criação de valor emerge da vontade da empresa expandir, juntamente com o interesse dos acionistas em receber mais dinheiro. O modelo de gestão baseada em valor (GBV) surgiu para atender essa necessidade, ou seja, para demonstrar às empresas como gerar valor e quais são as práticas que devem ser seguidas.

A *Value Based Management* - VBM (Gestão Baseada no Valor) é um processo sistêmico que orienta toda a tomada de decisão de uma organização no intuito da criação do valor. Este sistema requer da organização e de seus gestores uma mudança comportamental e uma condução organizacional voltada para esse intuito. O processo sistêmico deve estar presente em todos os níveis hierárquicos da organização; e todos deverão ser orientados para quaisquer decisões dentro da organização, levando em consideração os *value drivers* (direcionadores de valor), ou seja, aqueles que interferem no valor da empresa. Lopo et al. (2001) conceituam VBM da seguinte forma:

Constitui-se numa abordagem em que as aspirações, as técnicas de análise e os processos gerenciais são orientados para a maximização do valor da empresa, focalizando as decisões sobre os direcionadores de valor (*value drives*), especialmente o custo de capital. (LOPO et al., 2001, p.238).

O modelo de gestão baseada em valor está sendo adotado pelas empresas por estar em evidência ultimamente no mercado, dado que sua idéia central é criar valor para o acionista. Mas essa opção pode estar ligada à adoção de práticas utilizadas no mercado internacional e, principalmente, ao modismo. Thompson (2002) confirma a adesão de muitas

empresas ao modelo de gestão baseada em valor nos Estados Unidos, e relata que muitas empresas de consultoria estão elaborando seus próprios métodos para implantação do modelo:

*Over the past decade, many companies have adopted the principles of **value-based management (VBM)**, an approach to business strategy that uses a measurement and reward system designed to encourage employees to focus their activities on the creation of shareholder **value**. Many consulting and **management** firms have devised their own methods of implementing VBM. (THOMPSON, 2002, p. 62, grifo do autor)*

É pertinente observar que a gestão baseada em valor foi criada por empresas de consultoria e não pelo meio acadêmico, mas isso não significa que o modelo não funcione ou que não possua consistência. Martin e Petty (2004), por um lado, mencionam as empresas que tiveram êxito ao adotar o modelo de gestão baseada em valor: Coca-Cola Company, Johnson & Johnson, Texas Instruments, Briggs & Stratton, Herman Miller Inc., CSX Transportation, Harnischfeger Industries, Shell Oil, dentre outras. Rappaport (2001), por outro lado, destaca que a abordagem do valor para o acionista, diante de alguns acontecimentos com conotação negativa, é necessária uma reavaliação do raciocínio fundamental:

Anos de reestruturação e demissão de empregados, frequentemente atribuídos a considerações de geração de valor para o acionista, em conjunto com políticos que acusavam administradores de agirem em interesse próprio e de um foco mal direcionado no preço corrente da ação, têm promovido frustrações e incerteza. Em outras partes do mundo, como no continente europeu, há uma tensão política crescente entre as práticas empresariais de valor para o acionista exigidas em um mercado global e competitivo e a longa tradição da assistência social. Diante desses desenvolvimentos, é necessária uma reavaliação do raciocínio fundamental para a abordagem do valor para o acionista. (RAPAPORT, 2001, p.19).

Para Haspeslagh, Noda e Boulos, conforme artigo intitulado *It's not about the numbers*, publicado na Harvard Business Review em 2001, o modelo de GBV pode parecer simples na teoria, mas é necessário muito empenho e há regras a serem seguidas:

In the classroom, value-based management (**VBM**) programs sound seductively simple. Theoretically, they involve just two steps. First, adopt an economic profit metric, such as Stern Stewart's Economic Value Added (EVA), as a key measure of performance. Second, tie compensation to agreed-upon improvement targets in that metric. For large companies with flagging share prices, this looks like a miracle cure. All they have to do to boost their market value is call in consultants to revamp their accounting system, install the new measure of performance, align their incentive systems, and voila! Managers and employees will march along like good foot soldiers and start making all kinds of value-creating decisions.

If only it were that easy. As recent reports in the press indicate, almost half the companies that have adopted a **VBM** metric have met with mediocre success. (HASPESLAGH; NODA; BOULOS, 2001, p. 64).

Muitas vezes, o conceito de GBV é confundido com o de EVA ®, a GBV é vista como um conceito mais amplo do que o EVA. Young e O'byrne (2004) confirmam esta diferença:

Um programa amplo de VBM deve considerar os seguintes elementos: (a) planejamento estratégico; (b) alocação de capital; (c) orçamentos operacionais; (d) mensuração do desempenho; (e) recompensa salarial dos administradores; (f) comunicação interna; e (g) comunicação externa (com os mercados de capitais). [...] o EVA se baseia na adoção de lucro econômico (também conhecido como lucro residual), que considera que a riqueza é criada apenas quando a empresa cobre todos os seus custos operacionais e também o custo do capital. Nesse sentido mais restrito, o EVA é realmente apenas um caminho alternativo para se perceber o desempenho corporativo. (YOUNG; O'BYRNE, 2004, p. 31).

É fato que os autores fazem uma ressalva: o EVA é apenas “mais um caminho”: “Pensamos, entretanto, que esta visão é bastante restrita, porque ela desconsidera a vital contribuição que o EVA pode ter para a gestão das firmas pela idéia de valor.”

Outros conceitos que não devem ser confundidos são os de GBV e de governança corporativa. Como exposto anteriormente, a governança corporativa refere-se aos métodos utilizados para controlar as atividades das corporações. Para Monks e Minow (1995), a governança corporativa configura-se em termos de relacionamento entre os vários participantes na determinação do direcionamento e desempenho das empresas. Os principais participantes são: (a) os acionistas; (b) a gestão (liderada pelo CEO); e (c) o conselho de administração. A GBV, por sua vez, visa estritamente à criação de valor ao acionista, independentemente se a organização adota governança corporativa ou não.

A BOVESPA, procurando atender essas pressões do mercado por maior transparência, e, também, visionando um futuro promissor para o mercado de ações no Brasil, criou o Novo Mercado. Inspirado em parte ao *Neur Markt* Alemão, criado em 1997. O Novo Mercado é um segmento da BOVESPA, com regras de listagem diferenciadas, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais e vanguarda em relação ao que é exigido pela legislação.

Ao lado das listadas no Novo Mercado, as companhias podem ser diferenciadas em Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido em relação às práticas de

boa governança. Esses níveis são denominados de "Níveis Diferenciados de Governança Corporativa" da Bovespa, criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado; e de proporcionar maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores, elevando o potencial de valorização dos seus ativos.

## **1.2 Situação problema**

É fundamental resgatar dois tópicos: (a) a globalização do mercado de ações, juntamente com a pressão para adoção de boas práticas de governança corporativa; e (b) a pressão dos acionistas para as empresas gerarem riqueza, para discutir que mais importante do que as empresas adotarem as práticas de governança corporativa e práticas de GBV, é saber se elas funcionam.

Considerando a percepção do mercado, a governança corporativa possui reflexos positivos no valor das ações, visto que o artigo de Daniele Camba, intitulado "Ações de empresas com boa governança valem até 50% mais" (2004), evidencia que, segundo Marcelo Mesquita chefe de análise do banco UBS, as ações das empresas inseridas no Novo Mercado valem 6,8 vezes a geração de caixa das companhias, enquanto os papéis do pregão tradicional, 4,8 vezes. Entretanto, o mesmo, faz uma ressalva: "é difícil avaliar quanto deste valor a mais vem das boas práticas e quanto é resultado da parte operacional da empresa".

Sendo assim, nota-se que uma parcela da valoração da ação deve-se ao simples fato da empresa adentrar em um mercado que exija governança corporativa. Contudo, parte dessa valoração é constituída de práticas de gestão dentro da empresa e parte de outros fatores macroeconômicos.

Diante, deste cenário tão atual, esta pesquisa procura responder a seguinte questão: quais os comportamentos das empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa frente às práticas de GBV? É mister destacar que o termo "comportamento" consiste em compreender como as empresas delineadas na pesquisa estão: (a) comportando-se frente às práticas de GBV; (b) atribuindo importância às práticas, bem como a sua adoção; e (c) situando-se, no que tange às ações, frente às práticas.

### 1.3 Objetivos da Pesquisa

Considerando a globalização do mercado de ações; a preocupação com adoção de práticas de governança corporativa; e, principalmente, a ansiedade das empresas em gerar riqueza para seus acionistas, esta pesquisa tem como objetivo principal verificar os comportamentos das empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança e Novo Mercado da Bovespa frente às práticas de GBV.

Os objetivos específicos são:

- a) verificar se essas empresas adotam as práticas mais indicadas de GBV, segundo a teoria;
- b) analisar a importância dada, pelas empresas que adotam o modelo, às práticas mais indicadas, segundo a teoria; e
- c) verificar se as empresas, que adotam o modelo, possuem ações mais valorizadas do que as demais.

Torna-se preponderante destacar que o objetivo desta pesquisa não consiste em procurar explicar o quanto práticas de GBV influenciam no valor das ações dessas empresas, mas, sim, em procurar demonstrar se as empresas que as adotam possuem ações mais valorizadas em relação às demais.

### 1.4 Hipóteses

Para Severino (2002, p. 75), “A colocação clara do problema desencadeia a formulação da hipótese geral a ser comprovada no decorrer do raciocínio”. Nessa concepção, a hipótese caracteriza-se como uma antecipação da resposta ao problema sugerido e, portanto, deve ser testada ao longo da pesquisa. Sendo assim, três hipóteses foram formuladas para serem discutidas na presente pesquisa.

- a) As empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança e Novo Mercado da Bovespa, em grande parte, não adotam o modelo de GBV.
- b) As empresas que adotam o modelo de GBV dão à devida importância ao mesmo, visto que as práticas pregadas na teoria indicam uma administração voltada às regras de geração de riqueza, ou seja, o objetivo de qualquer empresa, com fins lucrativos, é gerar lucro.
- c) As empresas que possuem ações com melhor desempenho adotam o modelo de GBV, dado que isso atrai investimentos e essas empresas devem demonstrar retorno e compromisso com os investidores.

### 1.5 Justificativa da escolha do tema

O principal objetivo das práticas de GBV é valorizar as ações da empresa, e um dos objetivos da governança corporativa é valorizar o produto ação. Dessa forma, a relevância desta pesquisa torna-se evidente, ao se considerar que: (a) as empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança e Novo Mercado da Bovespa adotam e acreditam no modelo de GBV; e (b) as empresas com maiores cotações praticam o modelo de GBV.

O artigo “*Value Alignment*” *Pays Off*, elaborado pelo corpo editorial da revista *Investidor Relations Business*, afirma que empresas com as práticas de GBV alinhadas à teoria têm melhor desempenho do que as demais:

In the five years ending Dec. 31, 2000, companies that researchers Hackett Benchmarking & Research and *Stern Stewart* & Co. termed "value-aligned" produced annual returns of 16%, compared to an average loss of 4% by their "non-aligned" competitors. (EDITORIAL STAFF, 2001).

Na mesma vertente, pode-se inferir que os reflexos de informações sobre os resultados e remuneração das empresas são importantes para os investidores e para o mercado de modo geral.

São escassas as pesquisas sobre práticas de GBV nas empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa: primeiramente, por ser um mercado novo: e, em segundo lugar, pela confusão entre os conceitos de governança corporativa e GBV.

A GBV, como mencionado anteriormente, surgiu das empresas de consultoria. Sendo assim, comprovações científicas são relevantes.

Aos que investem neste segmento da BOVESPA, a pesquisa é relevante para orientação e verificação de como as empresas estão se comportando em relação às práticas de GBV. Isso porque, segundo Young e O'byrne (2003), os administradores estão se deparando com falta de ferramentas para cumprirem suas tarefas.

Embora os administradores estejam sentindo uma pressão cada vez maior para produzir valor, quase sempre eles não dispõem das ferramentas de diagnóstico necessárias. Além disso, falta-lhes a linguagem da criação de valor, isto é, formas de convencer os fornecedores de capital que o seu dinheiro será produtiva e lucrativamente empregado pelas companhias. Os administradores que não conseguem cumprir essa tarefa verão suas empresas em desvantagem competitiva na corrida pelo capital global. (YOUNG; O'BYRNE, 2003, p. 26)

Na pesquisa realizada por Rigby e Bilodeau (2005), consta que o modelo de GBV é mais utilizado na América do Sul, do que em outros continentes. Diante disso, pesquisas sobre o tema tornam-se relevantes para as empresas sul-americanas e usuários das informações em todo o mundo. O autor apresenta as limitações da pesquisa e revela um cenário da utilização das ferramentas de gestão no mundo:

Any global survey is bound to include a great deal of variation from one region to another and between large and small companies, and this one is no exception. Where tool use is concerned, for instance, we find that European companies are heavier users of *all* tools, with only two exceptions: Six Sigma and RFID. North American firms were the most frequent users of strategic alliances, growth strategies and offshoring, while South American companies are particularly fond of economic value-added analysis. (RIGBY; BILODEAU, 2005)

Na pesquisa elaborada por Carvalho (1999), ficou constatado, dentro das limitações apresentadas, que as ações das empresas listadas na BOVESPA não têm relação confiável com o EVA®. Nesse sentido, a pesquisa atual tem como um dos objetivos saber se as práticas de GBV possuem relação com as ações listadas na BOVESPA, ou seja, a pesquisa procura desvelar a relação em um sentido mais amplo, isto é, não pretende se configurar apenas como

um indicador. Mesmo porque, esta pesquisa pode contribuir para uma melhoria da gestão em algumas, ou uma orientação inicial para outras.

## **1.6 Delimitação do Problema**

O tema está delimitado às empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, nível 1 e nível 2 e nível Novo Mercado da BOVESPA. Em março de 2006, estavam enquadradas nestes níveis 69 empresas. Formadas, especificamente, por: nível 1 – 36 empresas; nível 2 – 11 empresas; e nível Novo Mercado – 22 empresas.

É fato que a presente pesquisa elegeu como objeto de estudo as empresas enquadradas nos três níveis, mas é evidente que outras empresas também podem adotar ou adotam o modelo de GBV. Portanto, a seleção das empresas ocorreu em virtude de existir correlação entre GBV e um dos objetivos de Governança Corporativa (valorização do produto ação).

Esta pesquisa está centrada na evidência das práticas mais indicadas de GBV constantes na teoria; e na verificação da possibilidade das empresas, dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa, que adotam esse modelo, possuírem melhores desempenhos no valor das ações, do que as demais. O objetivo, portanto, não é avaliar se essas consistem, realmente, em boas práticas; e nem apresentar uma classificação destas práticas.

## **1.7 Estrutura da Dissertação**

Esta Dissertação foi estruturada em seis partes, dispostas conforme as considerações descritas na seqüência.

A primeira parte abrange a Introdução e os respectivos componentes metodológicos, assim especificados: situação problema, objetivos da pesquisa, hipótese, justificativa da escolha do tema, delimitações do tema e estrutura da dissertação.

A segunda parte – Mercado de Ações no Brasil – deverá contemplar o Mercado de Ações, com ênfase nas boas práticas de governança corporativa; e o histórico e funcionamento do Novo Mercado da BOVESPA.

A terceira parte – Gestão Baseada em Valor – deverá explicar o conceito de GBV, o valor nas organizações, as práticas mais indicadas e suas limitações, bem como os principais indicadores de GBV.

A quarta parte - Metodologia Aplicada à Pesquisa – deverá apresentar os métodos e técnicas de pesquisa; o questionário aplicado, bem como a população e amostra da pesquisa realizada.

A quinta parte – Análise dos Dados - deverá analisar e interpretar os dados, para evidenciar o resultado da pesquisa.

A sexta parte deverá trazer a Conclusão, desvelada pela correlação estabelecida entre os pressupostos teóricos anteriormente apresentados e os resultados da pesquisa de campo realizada.

## 2 MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL

### 2.1 Histórico

O mercado de ações encontra-se no bojo da discussão desta pesquisa. Sendo assim, torna-se necessário apresentar seu histórico, pois a evolução do mercado de ações tem grande importância no desenvolvimento dos pensamentos de governança corporativa.

Andrezio e Lima (1999), ao tratarem de Mercado de Capitais, apresentam o seguinte conceito:

(...) é composto pelo conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar operações de médio ou longo prazo ou de prazo indefinido, como no caso de ações, por exemplo. Destina-se, principalmente, ao financiamento de capital fixo, capital de giro e especiais, como habitação. (ANDREZIO; LIMA, 1999, p. 3).

Pinheiro (2002), por sua vez, conceitua Mercado de Capitais como:

(...) um conjunto de instituições que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a capitalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas. (PINHEIRO, 2002, p. 87).

De acordo com os conceitos descritos, verifica-se que o principal objetivo do mercado de capitais é gerar recursos às empresas e remunerar os investidores.

Antes de abordar o mercado de ações no Brasil, é necessário compreender: a evolução da economia desde seus primórdios, em termos gerais; e o surgimento das primeiras sociedades por ações e bolsas de valores. Pinheiro (2002, p. 16) divide o desenvolvimento da economia, desde os primórdios, em três estágios: (a) economia de escambo; (b) introdução da moeda; e (c) intermediação financeira.

O primeiro estágio é típico de atividades econômicas voltadas para o consumo imediato. Pinheiro (2002, p. 17) ilustra os inconvenientes desse estágio:

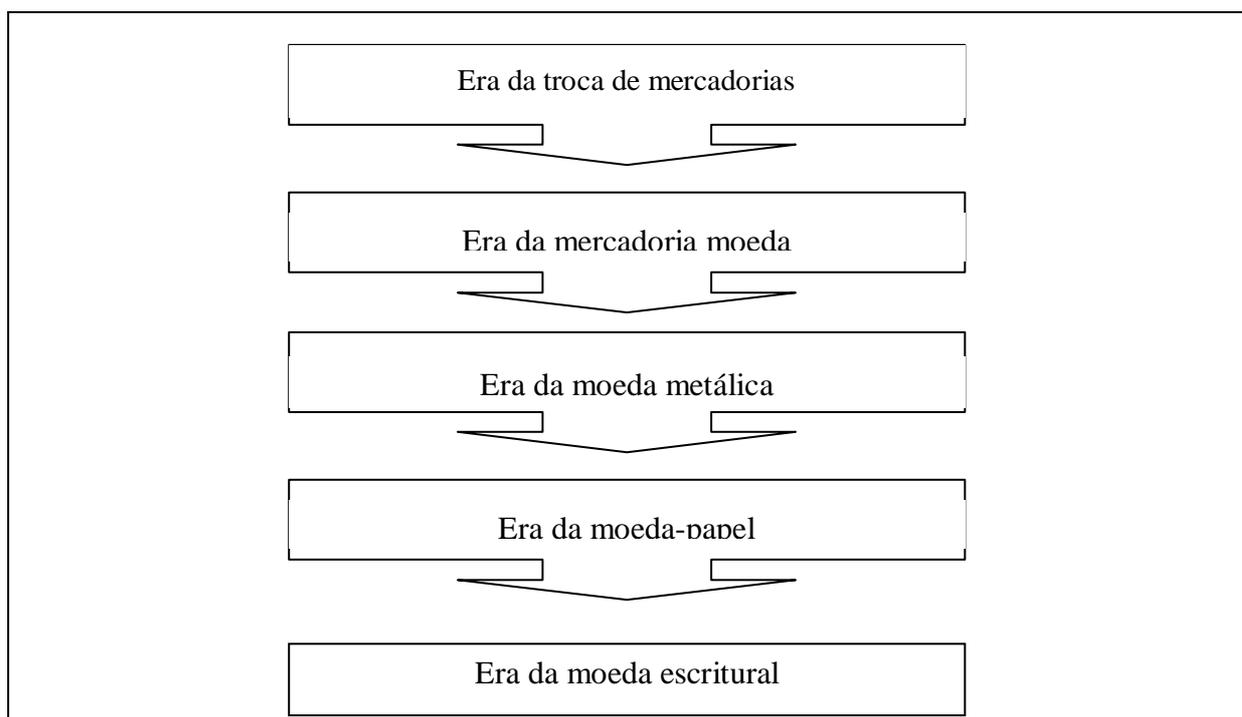
- a) custo para manter a acumulação em ativos reais;
- b) dificuldade de especialização e divisão do trabalho; e

c) perda de eficiência na alocação de recursos.

O segundo estágio diz respeito à introdução da moeda, mas é necessário conceituar moeda antes de se falar em sua introdução. Mellagi Filho e Ishikawa (2000) apresentam o seguinte conceito:

A moeda possui diversos aspectos, um dos quais o de ser simplesmente um ativo. Ou seja, é uma forma de aplicação dos recursos dos indivíduos, um bem econômico que não deixa de possuir seu próprio mercado, oferta, demanda e preço. Por outro lado, é um bem especial, que pode ser utilizado para transação entre outros bens e que permite aos indivíduos maior poder de decisão sobre seus recursos com relação ao espaço e tempo. Além disso, a existência da moeda e a existência do crédito estão relacionadas de modo que uma não ocorreria sem a outra. (MELLAGI FILHO; ISHIKAWA, 2000, p. 31).

Nas sociedades primitivas, a moeda surgiu como intermediária nas trocas e meios de pagamentos, a fim de atender as necessidades básicas das pessoas, eram os casos dos animais, dos vegetais e minerais. Essa condição foi conquistada tendo em vista que esses bens representavam uma aceitação geral como meio de troca e pagamento. Com o passar dos anos, a sociedade, com características migratórias (nômades), começaram a se fixar em virtude da produção agrícola. Sendo assim, as mercadorias passaram a figurar como moeda. Pinheiro (2002, p. 23) apresenta a evolução da moeda na **Figura 1**:



**FIGURA 1 – Fases da evolução da moeda**

Fonte: Pinheiro (2002, p.23)

Na era da moeda metálica, encontrou-se a dificuldade de encontrar seu valor exato, tendo em vista que o comerciante tinha que pesar a moeda para aferir seu valor, demorando as operações. Com isso, os valores eram depositados em bancos que passaram a emitir certificados de depósitos. Este foi o início da era da moeda de papel, e conseqüentemente da moeda escritural.

Já o terceiro estágio diz respeito à intermediação financeira que, para Pinheiro (2002, p. 25), consiste em “uma atividade que tem a finalidade de viabilizar o atendimento das necessidades financeiras de curto, médio e longo prazos, manifestadas pelos agentes econômicos carentes de recursos, aplicando ao mesmo tempo o excedente monetário de agentes superavitário, com mínimo de riscos.”

O exposto demonstra a evolução da economia de acordo com a organização da sociedade. Já no que tange ao histórico do mercado de capitais, é patente que sua evolução foi mais complexa, pelas próprias regras que deveriam ser estabelecidas para o seu bom funcionamento. Pinheiro (2002) menciona a partir de qual necessidade surgiu-se o mercado de capitais:

O surgimento do mercado de capitais ocorreu quando o mercado de crédito deixou de atender às necessidades da atividade produtiva, no sentido de garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazos, custos e exigibilidades. Desse modo, seu surgimento em dois princípios:

- contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como um propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada; e
- permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralistas, baseada na economia de mercado, permitindo a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia. (PINHEIRO, 2002, p. 87)

Nessa vertente, Casagrande Neto, Souza e Rossi (2000, p. 11) remete-se à primeira aparição de uma sociedade anônima, em 1407, o Banco São Jorge em Gênova. No entanto, suas características mais diretas puderam ser observadas somente no século XVII, por meio das companhias coloniais fundadas na época. A companhia Holandesa das Índias Orientais teria sido a primeira, posteriormente, com o sucesso da companhia holandesa, vieram as de Portugal, Suécia, Espanha e França.

Em relação às formas de constituição das sociedades por ações, Casagrande Neto, Souza e Rossi (2000) relata seu histórico:

Ao longo de sua história as sociedades por ações apresentaram três formas de constituição: o sistema de concessão, de autorização e de regulamentação. As primeiras companhias nasceram vinculadas ao Estado, como verdadeiras entidades semipúblicas, imperando o sistema de concessão. (CASAGRANDE NETO; SOUZA; ROSSI, 2000, p. 12)

As sociedades anônimas (S/As) no Brasil tiveram seu processo evolutivo no século XIX, e esse processo teve, basicamente, o mesmo percurso das sociedades anônimas na Europa. D. João VI, no ano de 1808, constituiu o Banco do Brasil e a subscrição do capital foi oferecida à colônia. A emissão foi um fracasso, pela falta de interesse da colônia. Assim, a integralização total custou enorme esforço para o império brasileiro.

O Visconde de Mauá tentou criar o novo Banco do Brasil, uma tentativa da iniciativa privada. No início, houve grande repercussão dos meios financeiros nacionais, mas, assim como D. João VI, fracassou por uma série de fatores econômicos adversos, que sucumbiram ainda mais a credibilidade do mercado de capitais.

Casagrande Neto, Souza e Rossi (2000, p. 13) aponta a evolução da legislação brasileira, no que concerne ao mercado de capitais, segue **Quadro 1** ilustrando os anos, os decretos, as leis, e os eventos ocorridos:

<b>Ano</b>	<b>Decreto/Lei nº</b>	<b>Evento</b>
1849	575	Surgiu o primeiro texto normativo sobre S/As, que consagrou o regime de prévia autorização governamental. Esse sistema foi derogado pela Lei nº 3.150, de 1882, que instituiu o sistema da livre criação.
1891	434	Consolidou as disposições existentes sobre S/As, sendo posteriormente substituído pelo decreto-lei nº 2.627, de 1940, quando o país entrava em uma fase de industrialização pesada, mas ainda preservava a cultura de administração familiar.
Entre 1964 e 1967	4.728/65	O mercado financeiro nacional passou por uma profunda reestruturação, destacando-se a criação do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional (CMN) e a Lei do Mercado de Capitais, que serviu de base para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil e estabeleceu o conceito de sociedade anônima de capital aberto.
1976	6.404	Dispôs sobre as sociedades por ações, alterando o Decreto-lei 2.627, de 1940. Inspirada no direito europeu e norte-americano, essa lei conservou as instituições a que se habituaram empresários e investidores, mas acrescentou alternativas mais apropriadas ao progresso da técnica administrativa, além de assegurar direitos aos acionistas minoritários.

**QUADRO 1 – Evolução da legislação brasileira sobre o mercado de capitais**

Fonte: Casagrande Neto, Souza e Rossi (2000, p. 13)

Segundo Andrezo e Lima (1999, p. 49), a edição da lei 4.728 foi a pioneira na disciplina de mercado de capitais: “somente com a edição desta lei, o mercado de capitais apresentou, pela primeira vez, uma disciplina específica. Na Lei nº 4.595/64, o legislador havia tratado do sistema financeiro em geral, mas a Lei nº 4.728/65 passou a ser o estatuto básico e específico do Mercado de Capitais no Brasil”.

O mercado de capitais, antes da promulgação da lei 4.728 de 1965, não tinha importância no cenário nacional, apesar das bolsas de valores de São Paulo e Rio de Janeiro já existirem. Com o vigor da lei, muitas mudanças ocorreram no cenário nacional. Andrezo e Lima (1999) referem-se a essas mudanças, ao longo da obra “Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais”:

- a) aumentou o papel do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional (CMN);
- b) atribuiu a disciplina do Mercado de Capitais ao CMN; e a regulamentação e fiscalização ao Banco Central;
- c) atribuiu ao BACEN autorizar o funcionamento; e fiscalizar as operações das instituições financeiras, sociedades ou empresas individuais, com objetivo a

subscrição para revenda e a distribuição ou colocação de títulos ou valores mobiliários;

d) definiu a emissão de títulos ou valores mobiliários como a oferta ou negociação de títulos ou valores mobiliários:

- pela sociedade emissora ou coligada,

- por sociedades ou empresas que exerçam habitualmente as atividades de subscrição ou intermediação na colocação no mercado de títulos ou valores mobiliários,

- pela pessoa natural ou jurídica que mantém o controle da sociedade emissora dos títulos ou valores mobiliários oferecidos ou negociados;

e) passou a ser feito, com exclusividade, por essas sociedades, o acesso ao mercado de títulos e valores mobiliários, após obterem registro no Banco Central, sendo vedada qualquer outra forma de distribuição, inclusive a própria sociedade emissora;

f) criou a autonomia financeira, administrativa e patrimonial às bolsas de valores;

g) criou as sociedades corretoras;

h) disciplinou a publicidade da situação econômica financeira das sociedades, de sua administração e de seus resultados;

i) deu acesso a novos instrumentos para a aplicação do capital, visando o desenvolvimento global do mercado e o estímulo à poupança e suas aplicações no mercado nacional;

j) criou os bancos de investimento;

k) disciplinou as sociedades de investimento;

l) disciplinou os fundos em condomínios de títulos ou valores mobiliários e as sociedades anônimas de capital autorizado;

m) autorizou as obrigações com cláusulas de correção monetária;

n) autorizou o Poder Executivo promover a alienações de ações, de propriedade da União, representativas do capital social de sociedade anônimas de economia

mista, desde que se mantivesse 51%, no mínimo, das ações com direito a voto, a fim de assegurar o controle estatal;

- o) deu previsão de incentivos especiais para a compra de ações;
- p) conceituou as sociedades imobiliárias; e
- q) regulou a alienação fiduciária em garantia.

Já em relação à bolsa de valores brasileira, sua estrutura formal é notada ao longo da história na expedição do decreto nº 2.475 de 1897, ou seja, neste decreto veio a se constituir as diretrizes principais da legislação brasileira sobre bolsas e corretoras.

Sanvicente e Mellagi Filho (1996, p. 52) mencionam que a primeira bolsa de valores implantada no mundo foi a de Bourse de Paris, no ano de 1141, sendo regulamentada em 1304. Em 1698 foi fundada a “Bolsa de Valores de Fundos Públicos de Londres”.

Já em termos de Brasil, Casagrande Neto, Souza e Rossi (2000) apresenta o surgimento da bolsa de valores de São Paulo:

Na época da Proclamação da República, a cidade de São Paulo pouco significava no contexto da jovem Nação. Entretanto, como que antevendo o desenvolvimento a que estava fadada a cidade, alguns homens esforçaram-se por convencer o governo do estado a oficializar a embrionária Bolsa Livre de Valores, fundada em 1890 e considerada como origem da atual Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Em dezembro de 1894, conseguiram a aprovação de uma tabela de corretagem, passo inicial para a criação dos primeiros cargos de corretores de fundos públicos. Em 1895, foi fundada a Bolsa Oficial de Títulos de São Paulo, instituída por ato do governo estadual. (CASAGRANDE NETO; SOUZA; ROSSI, 2000, p. 17)

Com a institucionalização do sistema financeiro, nas reformas de 1964-1967, foi criado um modelo que se apoiava na existência de nove bolsas espalhadas pelo país, para disseminar o mercado de ações a partir de bases regionais. O que acabou ocorrendo foi a polarização do mercado nas bolsas de São Paulo e Rio de Janeiro.

No início do ano 2000 houve um acordo de integração das bolsas de valores de São Paulo e Rio de Janeiro. Pelo acordo celebrado, o pregão de São Paulo realiza os negócios com ações e o Rio de Janeiro realiza os negócios secundários com títulos públicos. Essa fusão, segundo Casagrande Neto, Souza e Rossi (2000, p. 17), só trouxe benefícios ao Brasil: “com a fusão das bolsas, o mercado de capitais acionário brasileiro ganha identidade única e competitividade internacional”. Pinheiro (2002, p. 89) apresenta as transformações após a

unificação das bolsas: “o surgimento do *Home Broker* que permite ao investidor, por meio do site das corretoras na internet, transmitir sua ordem de compra ou venda diretamente ao sistema de negociação e o *After Market* que oferece a sessão noturna de negociação eletrônica.”

## 2.2 Estrutura do mercado de capitais brasileiro

Para elucidar a estrutura do mercado de capitais no Brasil, a exposição será dividida em quatro partes: (a) sistema; (b) bolsa de valores; (c) títulos negociados – ações; e (d) valor da ação.

**Sistema-** O mercado de capitais brasileiro possui um sistema de distribuição e intermediação composto por sociedades corretoras de valores mobiliários, sociedades distribuidoras de valores mobiliários, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento e empresas de liquidação e custódia de valores. Os títulos negociados, em sua maior parte, são escriturais, o que exige uma eficácia operacional das empresas de liquidação e custódia. Todos os negócios efetuados na bolsa de valores são realizados por meio das sociedades corretoras.

O mercado de capitais, segundo Pinheiro (2002, p 88), subdividi-se em dois grandes segmentos:

- a) não institucionalizado: aquele que não está sujeito à regulamentação e ao controle das autoridades. Nesse mercado a negociação é de forma direta entre empresas e investidor sem a participação de intermediários financeiros. Geralmente, as negociações desse mercado ocorrem no mercado de balcão; e
- b) institucionalizado: aquele sujeito à regulamentação dos órgãos de controle e acompanhamento do mercado. O sistema de regulação do mercado de capitais brasileiro é formado por quatro principais organismos: o Conselho Monetário Nacional, a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários.

**Bolsa de valores**- A principal instituição para a composição da estrutura do mercado de capitais é a bolsa de valores. A bolsa de valores é uma associação civil, sem fins lucrativos, seu patrimônio é representado por títulos que pertencem às sociedades corretoras membros. Possui autonomia financeira, patrimonial e administrativa, mas está sujeita à supervisão da CVM e obedece às diretrizes e políticas emanadas do CMN.

As bolsas de valores possuem, por força de lei, o poder de auto-regulação, o que possibilita não apenas criar normas e procedimentos para os agentes que nela atuam, como também fiscalizar o cumprimento destas normas. Estas responsabilidades atribuídas à bolsa de valores não excluí os poderes da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), adquiridos por meio da lei 6.385, de 07/12/1976. Tanto que, nesta lei, o artigo 1º, inciso IV, dispõe sobre a responsabilidade da CVM de disciplinar e fiscalizar a atividade de organização, funcionamento e operações das Bolsas de Valores. Isso significa que o órgão de maior responsabilidade é a CVM.

Os objetivos e atividades das bolsas de valores são, segundo Cavalcante Filho e Misumi (2001, p. 71):

- a) manter local adequado à realização, entre corretores, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre, organizado e fiscalizado pelos próprios membros, pela autoridade monetária e pela CVM;
- b) criar e organizar os meios materiais, os recursos técnicos e as dependências administrativas necessárias à pronta, segura e eficiente realização e liquidação das operações efetuadas no recinto de negociação (pregão);
- c) organizar, administrar, controlar e aperfeiçoar o sistema e o mecanismo de registro e liquidação das operações realizadas;
- d) estabelecer sistema de negociação que propicie e assegure a continuidade das cotações e a plena liquidez do mercado de títulos e valores mobiliários;
- e) fiscalizar o cumprimento, pelos seus membros e pelas sociedades emissoras de títulos e valores, mobiliários, das disposições legais e regulamentares, estatutárias e regimentais, que disciplinam as operações de Bolsa, aplicando aos infratores as penalidades cabíveis;
- f) dar ampla e rápida divulgação às operações efetuadas em seu pregão;

- g) assegurar aos investidores completa garantia pelos títulos e valores negociados;  
e
- h) exercer outras atividades conexas e correlatas que lhe sejam permitidas por lei.

**Títulos negociados - Ações**- Os principais títulos negociados nas Bolsas são aqueles que representam o capital das empresas, ou seja, as ações. Existem outros títulos negociados, que são permitidos pela legislação, são eles:

- a) debêntures (simples ou conversíveis);
- b) *commercial papers*;
- c) opções de compra e venda sobre ações de companhias abertas;
- d) quotas de fundos;
- e) bônus de subscrição;
- f) recibos de carteira de ações;
- g) títulos públicos; e
- h) certificados de depósitos de ações (BDR).

A ação representa a participação na posse e propriedade da empresa, ou seja, a pessoa física ou jurídica que adquiri uma ação passa a ter direito de participar nos resultados. Essa participação varia em relação ao volume de ações adquiridas. Portanto, uma ação representa a menor parcela do capital social de uma empresa composta como sociedade anônima.

Existem, basicamente, dois tipos de ações:

- a) ações ordinárias ou comuns: o investidor possui o direito de participar nos resultados financeiros e na administração da sociedade, ou seja, tem direito de voto;
- b) ações preferenciais: o investidor possui privilégios (preferências nos resultados da empresa), e, em alguns casos, tem direito a voto, dependendo do estatuto.

Para ambos os tipos de ações, a partir da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, a proporção entre ações ordinárias e preferenciais passou a ser de 50% para as companhias constituídas a partir da nova lei.

As ações se diferenciam segundo os seguintes critérios:

- a) empresa emissora;
- b) espécie – ações ordinárias ou preferenciais; e
- c) classe – durante sua emissão, as ações também podem ter diferentes classes em função dos objetivos específicos a que se propõem ou de restrições quanto à sua posse. Algumas recebem letras para diferenciá-las.

**Valor da ação**- O preço de uma ação não pode ser definido levando em consideração, apenas, fatores concretos e objetivos; influências subjetivas e intrínsecas compõem o saldo do bem. É patente que as mudanças que ocorrem no país aumentam ou diminuem a confiança nas companhias abertas e, conseqüentemente, influenciam no preço de suas ações. Mellagi Filho e Ishikawa (2000, p. 261) ratificam a afirmação e defendem que, para se levar em conta todos os inúmeros fatores, “é necessária a compreensão de métodos estatísticos para avaliação do risco dos investimentos.” Sendo assim, em se tratando de precificação de ativos, mais especificamente, de ações, existem diversos métodos estatísticos e teorias. Seguem alguns deles:

- a) CAPM (*Capital Asset Pricing Model*);
- b) Modelo de Gordon;
- c) Teoria da Trajetória Aleatória; e
- d) Custo médio ponderado do capital (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*).

Van Horne (1972), em uma visão econômica, apresenta os dois lados da precificação das ações:

Considerável atenção tem sido dedicada, recentemente, a verificar se os preços das ações refletem adequadamente o verdadeiro valor dos direitos de propriedade de uma sociedade anônima. De um lado situam-se aqueles que crêem que o mercado e seu mecanismo de preços são bastante racionais. Não só o preço de mercado de uma ação baseia-se nas melhores estimativas possíveis do potencial de rentabilidade da empresa, como esse potencial é descontado a uma taxa apropriada, que leva em conta o risco envolvido. Quanto maior a dispersão dos possíveis lucros disponíveis aos acionistas, maior a taxa de desconto e menor o preço da ação, *ceteris paribus*. Portanto, diz-se que as cotações retratam satisfatoriamente o valor de uma sociedade anônima, com respeito aos seus lucros futuros esperados e o risco associado a tais lucros.

Do outro lado temos o argumento de que as cotações das ações não são racionais; não representam o valor efetivo de uma sociedade anônima. Ao invés disso, afirma-

se que o mercado de ações está sujeito a elementos emocionais bastantes fortes, com a conseqüência de que certos títulos são avaliados com base em boatos tão somente. Isso leva-os a oscilarem violentamente. Trata-se do argumento de que as ações são avaliadas de acordo com os caprichos do mercado e não de acordo com qualquer valor resultante da rentabilidade potencial e do risco da empresa. (VAN HORNE, 1972, p. 202-203).

O autor alerta que essas duas abordagens conflitantes são as mesmas descritas por Baumol. Alerta, ainda, que oscilações substanciais das cotações não são, necessariamente, de um sistema de preço racional. Para sustentar essa afirmação, Van Horne (1972, p. 203-205) apresenta exemplos utilizando métodos estatísticos:

Considere o modelo e avaliação de dividendos da equação

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_1}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)}$$

$$P_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Considere que a taxa de dividendos correntes da empresa – a relação entre dividendos e lucros correntes – permanece constante. O modelo é o seguinte:

$$P^* = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

onde  $P^*$  é o preço de mercado justificado por um fluxo de dividendos esperados,  $D_t$ , descontado à taxa de retorno exigida,  $k$ . Quanto melhor a perspectiva de crescimento futuro dos lucros e, portanto, de  $D_t$ , mais sensível tornar-se-á o mercado a variações dessas previsões. O autor fornece um exemplo numérico para melhor ilustração:

Considere que o preço de mercado de uma ação seja de \$ 44, pagando dividendos correntes de um dólar por ação, e que esse dividendo crescerá, segundo previsão dos investidores, a 20% ao ano, por dez anos, 10% anualmente por mais dez anos, e a 5% ao ano, daí em diante. Portanto, a previsão é a de que o crescimento tenderá a moderar-se no futuro; não se acredita que a empresa crescerá eternamente a uma taxa acima do normal.

Considere que a taxa de desconto de mercado para essa ação seja de 15%. A equação será, portanto:

$$\$ 44 = \sum_{t=1}^{10} \frac{1,00 (1,20)^t}{(1,15)^t} + \sum_{t=1}^{20} \frac{D_{10} (1,10)^{t-10}}{(1,15)^t} + \sum_{t=21}^{\infty} \frac{D_{20} (1,05)^{t-20}}{(1,15)^t}$$

Considere que o dividendo corrente da outra ação seja de \$ 2 e que previsto aumento anual desse dividendo da ordem de 5%, para sempre, e que o preço corrente de mercado ação é de \$ 40. Como esta ação possui menos risco, considere que a taxa de desconto  $k$  vale apenas 10%. A equação correspondente ao segundo título será:

$$\$ 40 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{2,00 (1,05)^t}{(1,10)^t}$$

Considere, agora, que a economia esteja atravessando uma fase de recessão moderada, e que os investidores reduzem de 20% suas avaliações das estimativas do crescimento do dividendos por ação, para todos os período futuros e para ambas as empresas. Considere que as duas taxas de desconto não sejam modificadas; mudam somente as estimativas do mercado em relação ao crescimento futuro. Os novos preços de mercado das ações serão:

$$P^* 1 = \sum_{t=1}^{10} \frac{1,00 (1,16)^t}{(1,15)^t} + \sum_{t=1}^{20} \frac{D_{10} (1,08)^{t-10}}{(1,15)^t} + \sum_{t=21}^{\infty} \frac{D_{20} (1,04)^{t-20}}{(1,15)^t} = \$ 21,20$$

$$P^{*2} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{2,00 (1,04)^t}{(1,10)^t} = \$ 33,33$$

Dada a variação percentual da taxa de crescimento futuro, o valor da ação da empresa com melhores perspectivas de expansão, n° 1, reduzir-se-á mais do que o da ação n°2. Portanto, com uma alteração das previsões de crescimento futuro, as ações de empresas com melhores perspectivas de expansão oscilarão bruscamente. Se também houver alteração de risco levando à modificação da taxa de retorno exigida  $k$ , a variação de valor poderá ser ainda mais pronunciada.

Nota-se, no exemplo dado pelo autor, que as oscilações bruscas de preços de certas ações não são, necessariamente, incompatíveis com um sistema racional de preços.

Portanto, quanto maior a previsão de crescimento de uma empresa, maior é a probabilidade de oscilação do preço da ação. Sendo assim, Van Horne (1972, p. 205) destaca que empresas com lucros praticamente nulos, mas possuidoras de boas perspectivas de expansão, tendem a ter o preço da ação com considerável variação. E que em tais casos, o

preço de mercado da ação baseia-se exclusivamente em expectativas de crescimento futuro, e tais expectativas estão sujeitas a grande alteração, com o passar do tempo. O que significa, também, que novas informações podem exercer forte influência sobre as expectativas, resultando em alteração substancial do preço de mercado da ação. Embora o sistema de preços pareça irracional, em vista do futuro incerto de muitas dessas empresas, ele pode ser perfeitamente racional. O que não significa dizer que sempre é racional, mas apenas que as grandes oscilações não são, imponentemente, incompatíveis com a racionalidade do mercado.

As duas abordagens apontadas são relevantes diante do tema da pesquisa, tendo em vista que: (a) a racionalidade do mercado está ao lado das práticas de GBV, ou seja, aquela que tende a demonstrar os valores futuros da organização com base em dados econômico-financeiros; e (b) a irracionalidade está ao lado das empresas situadas no Novo Mercado da Bovespa que adotam práticas de governança corporativa, ou seja, aquela que aumenta a confiança dos investidores, aqueles que levam em consideração a transparência e risco.

Já em uma abordagem menos matemática, Cavalcante Filho e Misumi (2001, p. 48) apresentam, conforme **Quadro 2**, o preço da ação em valores monetários de diferentes referências, dependendo do critério utilizado na sua conceituação. Esses valores são:

CONTÁBIL	Valor lançado no Estatuto e nos Livros da Companhia. Pode ser explícito (Valor Nominal) ou indiscriminado (Sem Valor Nominal). Se explícito, pode servir de referência para o exercício de direitos do acionista.
PATRIMONIAL	Valor do Patrimônio Líquido do exercício considerado, dividido pelo número de ações emitidas. Pode servir de referência para o exercício de direitos do acionista.
INTRÍNSECO	Valor apurado no processo de análise fundamentalista.
DE LIQUIDAÇÃO	Valor estimado para o caso de encerramento das atividades da companhia.
VALOR UNITÁRIO	Quociente entre o valor do capital social realizado de uma empresa e o número de ações emitidas.
DE SUBSCRIÇÃO	Preço de emissão fixado em subscrições para aumento de capital (não pode ser inferior ao valor nominal contábil).
DE MERCADO	Valor de cotação em mercados organizados (Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão). A ação pode ter diversos valores: ordinárias, preferenciais etc., dependendo do tipo da ação e dos eventos associados à mesma (pagamento de

	dividendo etc.). E estes valores duram até que novos valores sejam apregoados ou cotados nos mercado.
--	---

**QUADRO 2 – Preços das ações em valores monetários em diferentes referências**

Fonte: Cavalcante e Misumi (2001, p. 48)

A conceituação do preço da ação que mais se aproxima do objetivo desta pesquisa é a de mercado, tendo em vista que esse valor é influenciado por práticas de controladoria nas empresas.

Verifica-se que a estrutura do mercado de capitais do Brasil é semelhante à de diversos países do mundo; a diferença está na estrutura acionária, que apresenta base rígida, dado que, segundo Freitas (2003, p. 40), a grande maioria das empresas possui uma forte presença do acionista controlador (aquele que detém mais de 50% do capital volante de uma companhia e tem o poder de eleger a maioria dos seus administradores). Essa discussão está presente em diversos estudos em matéria de mercado de capitais. Um assunto bem difundido neste contexto, que abarca essa discussão, é a governança corporativa.

### 2.3 Governança Corporativa

O conceito de governança corporativa é apresentado pelo IBGC (2003) como: “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal”.

Para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o conceito de Governança Corporativa é:

(...) o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, praticamente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. (CVM, 2002).

Para Monet e Newby (2001), o conceito da governança corporativa é, de um lado, distorcido e difícil de lidar; por outro lado, muitos encontraram base sólida nos conceitos de

governança corporativa para utilização em *benchmark* e, como matéria-prima, para decisão em investimentos:

*For some hard-bitten **corporate** executives and the more cynical investors, the concept of **corporate governance** is doubtless too nebulous and idealistic to bother with. But for many it has acquired sufficient substance to serve as a kind of benchmark for how well, or badly, companies are run, and thus to influence global investment decisions.* (MONET; NEWBY, 2001, p. 44, grifo dos autores).

Governança corporativa, na concepção de Millstein (1998, p.13), compreende a estrutura de relacionamentos e correspondentes responsabilidades de acionistas, conselheiros e executivos, definidas estas da melhor maneira, de modo a encorajar as empresas a terem desempenho econômico como objetivo principal.

Malieni Júnior (2003, p.11) ressalva que os conselheiros são os responsáveis para mediar os interesses entre investidor e gestor:

Assume-se que os conselheiros – eleitos pelos acionistas – são o principal instrumento monitoramento interno, e sua função é controlar e monitorar as atividades desempenhadas pelos executivos, compatibilizando os interesses entre ambas as partes – acionistas e executivos -, em benefício do valor adicionados aos investimentos realizados. (MALIENI JÚNIOR, 2003, p. 11).

Claro está que os conceitos apresentados de governança corporativa abordam a geração de riqueza ao investidor. Portanto, a gestão de valor ao investidor está inserida no bojo das práticas de governança corporativa.

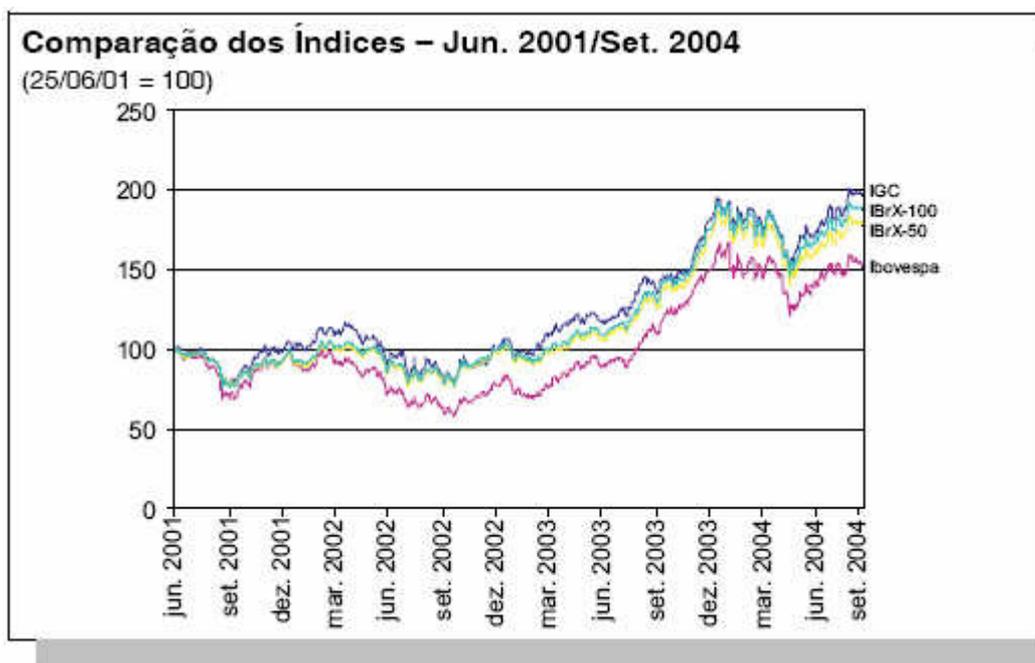
A governança corporativa passou a ser discutida, principalmente, nos Estados Unidos da América no ano de 1998, depois da crise asiática. Inicialmente, a discussão primária foi em relação às políticas públicas e o comando das atividades. Mas o OECD, o Banco Mundial, a *International Corporate Governance Network* (ICGN) e outros numerosos comitês nacionais e internacionais abriram o debate globalmente.

Uma norma internacional foi criada em maio de 1999, quando os ministros da OECD adotaram cinco princípios fundamentais da governança corporativa, abrangendo os direitos dos acionistas, o tratamento igualitário dos acionistas, o *role* dos *stakeholders*, *disclosure* e transparência e as responsabilidades dos conselhos.

Pelo exposto, governança corporativa consiste no conjunto de regras adotadas pelas empresas, a fim de demonstrar maior transparência ao mercado e maior igualdade entre os investidores, buscando sempre geração de riqueza aos acionistas.

### 2.3.1 Boas práticas de Governança Corporativa

Definir o que são boas práticas em uma pesquisa científica é muito complexo, mas o termo “boas práticas” é empregado pelo mercado para definir práticas que resultam em melhores resultados. As boas práticas de governança, estabelecidas pela Bovespa, são exemplos desse bom desempenho, pois as empresas, ao passarem para um patamar superior de governança: (a) aumentam o grau de segurança aos acionistas, em virtude da maior transparência das informações; e (b) conseguem retornos acima das médias do mercado, como demonstrado no **Gráfico 1**: as diferenças dos índices em relação ao IGC (Índice de Governança Corporativa):



**GRÁFICO 1** – Comparação dos índices Ibovespa, IbrX-100, IbrX-50 e IGC, referência de junho de 2001 a setembro de 2004.

Fonte: Economática (www.economatica.com, acesso em 01 mar. 2006).

**TABELA 1 – Variação Acumulada dos Índices entre 25/06/2001 e 13/09/2004 (Em %)**

	<b>Ibovespa</b>	<b>IBrX-100</b>	<b>IBrX-50</b>	<b>IGC</b>
Variação do Índice	50,0	87,46	78,22	97,00

Fonte: Economática (www.economatica.com, acesso em 01 mar. 2006).

Santos (2004) aponta os motivos do *boom* das práticas de governança corporativa:

Na popularização das teorias sobre governança corporativa, o grande impulso é atribuído à divulgação do Relatório de Cadbury Committee em 1992, formulado exatamente como respostas às crises empresariais da década de 1980.

No decorrer da década de 1990 e, recentemente, após os escândalos corporativa que afetaram a credibilidade das empresas na comunidade investidora, outros códigos foram desenvolvidos em diversos países. Como reflexo da globalização dos mercados e da criação de blocos econômicos, os códigos mais novos foram divulgados por órgãos internacionais de grande influência, como: OECD, Banco Mundial (World Bank), EASD e ICGN. (SANTOS, 2004, p. 25-26)

O IBGC (2003) aponta que o Código das Boas Práticas de Governança Corporativa, geralmente, são definidos com uma série de princípios, padrões ou práticas, emitidos por uma organização coletiva, pública ou privada, relacionada à governança das organizações. O objetivo central dos códigos é indicar os caminhos a todos os tipos de empresas, visando melhorar seu desempenho e facilitar o acesso ao capital.

Malieni Júnior (2003, p. 77) apresenta os cinco princípios definidos pela OECD como essenciais na análise dos sistemas de governança existentes. Cabe ressaltar que os países membros da OECD (Alemanha, Austrália, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão e Reino Unido), também possuem seus códigos de boas práticas de governança e que o material desenvolvido pela OECD representa a convergência de todos eles:

- a) direitos dos acionistas: caracterizados por métodos seguros de registro de propriedade, possibilidade de transferência de ações, obtenção de informações com presteza e de forma regular, direito a voto em assembleias gerais, eleição de membros dos conselhos e participação em lucros das empresas;
- b) tratamento equitativo aos acionistas: representado pela existência de direito a voto, independentemente do tipo de ação que possui; direito de reparação sobre violações de seus direitos, inexistência de barreiras nas assembleias gerais para exercício do direito de voto;

- c) papel dos *stakeholders*: distinguidos pelo respeito aos direitos legais, pela reparação em caso de respeito de seus direitos, pela obtenção de informações relevantes na hipótese de participação no processo de governança corporativa; e pela existência de mecanismos que permitam a melhora de suas performances;
- d) apresentação de informações e transparência: demonstradas pela existência de informações a respeito da empresa, incluindo situação financeira, performance, propriedade e governança. As informações devem ser auditadas antes de serem divulgadas, sendo necessária realização de auditoria independente anual, com o objetivo de assegurar a propriedade dos dados apresentados;
- e) responsabilidades dos conselhos de administração: apresentadas pela efetividade do monitoramento dos conselheiros, prestação de contas aos acionistas e obtenção de informações necessárias para atuar em nome dos melhores interesses dos acionistas.

Já em relação às responsabilidades dos conselheiros, Malieni Júnior (2003, p. 78) destaca:

- a) revisão e formulação das estratégias empresariais e orçamentos anuais;
- b) seleção, compensação e monitoramento dos principais executivos, além de supervisão de planos de sucessão;
- c) monitoramento e gerenciamento de conflitos potenciais de interesses entre gerentes, membros do conselho e acionistas;
- d) revisão dos principais executivos e da remuneração dos conselheiros, assegurando um processo formal e transparente de escolha de candidatos;
- e) garantia da integridade contábil e divulgação dos dados, incluindo o uso de auditorias independentes;
- f) supervisão dos processos de divulgação de informações e comunicações; e
- g) garantia, pelos conselhos, da presença de número suficiente de membros não executivos – conselheiros independentes – com capacidade para julgar assuntos que envolvam potencial de conflito de interesses.

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, editado pelo IBGC (2003), as práticas de governança corporativa compreendem principalmente:

- a) propriedade: para cada ação; um voto, isto é, todos devem ter direito a voto;
- b) conselho de administração: toda sociedade deve eleger um conselho de administração; e o mesmo deve aprovar o código de conduta da organização e o seu próprio regimento interno;
- c) gestão: o executivo principal deve prestar todas as informações necessárias e legais aos acionistas, principalmente aquelas ligadas à tomada de decisão;
- d) auditoria independente: imprescindível na governança corporativa, em virtude da necessidade de constatação da realidade das demonstrações contábeis, ou seja, da reciprocidade entre as demonstrações contábeis e a real situação da empresa;
- e) conselho fiscal: objetiva fiscalizar os atos da administração; mesmo sendo não obrigatório, atua como um controle independente para os acionistas; e
- f) conduta e conflito de interesses: as sociedades devem se preocupar na elaboração de um código de conduta para comprometimento de empregados e administradores. Esse código deve ser elaborado pela Diretoria, de acordo com os princípios e políticas definidos pelo conselho de administração.

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2003), também, prevê quatro princípios básicos:

- a) transparência: a companhia deve sempre primar pela comunicação, tanto interna quanto externa, a fim de transmitir confiança e angariar novos investidores, clientes, fornecedores, enfim todos os *stakeholders*. Informar não apenas dados econômico-financeiros e patrimoniais, mas também questões sociais, ambientais, ou seja, intangíveis;
- b) equidade: não distinguir qualquer ente ou pessoa envolvida com a companhia;
- c) prestação de contas: os agentes da Governança Corporativa devem, permanentemente, prestar contas aos interessados e, também, devem se responsabilizar por todos os atos que praticam no exercício de seus mandatos;
- e

- d) responsabilidade corporativa: contempla todos os relacionamentos com a comunidade inserida no ambiente de atuação. Deve haver conselheiros e executivos que zelem pela perenidade entre empresa e comunidade, principalmente no que concerne às questões sociais e ambientais.

Para Santos (2004, p. 27), outra idéia, que está influenciando a governança das empresas, é o chamado ativismo dos investidores institucionais, ou seja, o comportamento destes investidores é visto como um dos principais responsáveis pelo aumento da importância e pelo exercício das melhores práticas de governança corporativa no mundo. Esta influência fez com que surgisse a necessidade de tratar, com maior atenção, os sistemas de controles internos. Sendo assim, os principais mercados de ações aumentaram, ainda mais, suas exigências governamentais sobre as empresas listadas em bolsa.

Nessa vertente, pode-se mencionar o surgimento do Novo Mercado da BOVESPA, a ser tratado no próximo tópico.

## **2.4 Novo Mercado da BOVESPA**

O Novo Mercado da Bovespa, conforme mencionado anteriormente, foi criado em dezembro do ano 2000, inspirado no Neuer Markt Alemão, criado em 1997. Trata-se de um segmento da Bovespa com regras de listagem diferenciadas, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais ao que exigido pela legislação. Ao contrário do modelo europeu, o Novo Mercado da Bovespa não faz restrição ao tamanho das empresas, tendo em vista que, na Europa, o objetivo do Novo Mercado era atrair empresas de setores com rápido crescimento, como: tecnologia, telecomunicações, mídia, biotecnologia etc.

Cavalcante Filho e Misumi (2001, p. 97) apresentam o conceito do Novo Mercado:

O Novo Mercado não é uma bolsa de valores. A idéia foi criar um segmento da Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo, onde pudessem ser listadas as ações emitidas por empresas que se comprometem com regras diferenciadas em relação àquelas exigidas pela legislação brasileira. O objetivo deste conjunto de regras é oferecer maior transparência e segurança aos investidores e melhor preço e custo de captação para as empresas. (CAVALCANTE FILHO; MISUMI, 2001, p. 97).

Nessa mesma vertente de melhorias de informações, transparência e segurança, encontram-se as empresas classificadas em Nível 1 e Nível 2 de governança corporativa. Essa melhoria é intitulada “práticas diferenciadas de governança corporativa”.

Portanto, a empresa, que decidir aderir às práticas diferenciadas de governança corporativa, deve escolher entre Nível 1, Nível 2 ou Nível Novo Mercado que, resumidamente, estão dispostas da seguinte forma:

- a) **NÍVEL 1** – maior transparência;
- b) **NÍVEL 2** – maior transparência e melhor governança corporativa; e
- c) **NÍVEL NOVO MERCADO** – mesmas condições do nível 2, mas com apenas ações ordinárias.

Peixe (2003) ressalta a vantagem na adesão à governança corporativa:

A vantagem para as empresas participarem é que deverão conseguir melhor precificação de suas ações, conseguindo com isso menores custos de captação, baseado no pressuposto de que os investidores dispõem-se a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa e que apresentam maior grau de transparência.

Para o investidor a vantagem é a maior segurança e a oportunidade de comprar o que a Bovespa chama “produto ação diferenciado”, pois são negociadas apenas ações com direito voto (ordinárias), que permitem ao investidor participar e acompanhar de perto a evolução da companhia. (PEIXE, 2003, p. 42).

Cavalcante Filho e Misumi (2001) concordam com a afirmação de Peixe (2003):

A participação no Novo Mercado traz vantagens para as empresas e para os investidores:

- Para as empresas: melhor precificação de suas ações e, conseqüentemente, menor custo de captação.
- Para os investidores: grau de transparência maior e a garantia de bom tratamento aos acionistas minoritários. (CAVALCANTE FILHO; MISUMI, 2001, p. 97).

### 2.4.1. Funcionamento do Novo Mercado

As companhias Nível 1 assinam um contrato com a Bovespa que visa comprometimento com a melhoria das informações prestadas ao mercado. As exigências para as companhias Nível 1, segundo a Bovespa, são:

- a) adoção de mecanismos que favoreçam, na oferta pública, a dispersão acionária;
- b) manutenção de um percentual mínimo de 25% das ações em poder público;
- c) cumprimento de regras de *disclosure*, em operações envolvendo ativos de emissão da companhia, por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; e
- d) melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e fluxo de caixa etc.

Já as companhias Nível 2, além da assinatura do contrato de transparência, se comprometem a ceder um maior número de direitos aos acionistas minoritários. Outras exigências para as companhias Nível 2, também segundo a Bovespa, são:

- a) publicação de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IASC GAAP;
- b) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelas controladores quando da venda do controle da companhia e de 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- c) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;
- d) obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro neste Nível 2; e
- e) adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

A adesão ao Novo Mercado é voluntária, quer dizer, não há legislação que obrigue qualquer empresa a aderir ao mercado. No entanto, a empresa deve assinar um contrato com a

Bovespa, a fim de garantir o cumprimento das novas regras. Neste contrato, estão as regras definidas no Regulamento de Listagem.

Conforme considerado anteriormente, as empresas se comprometem a seguir regras não exigidas na lei. Assim sendo, a entrada de uma empresa no Novo Mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, popularmente chamada de “boas práticas de governança corporativa”. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores maior segurança jurídica, assegurando uma alternativa mais ágil e especializada, no que respeita a obediência aos compromissos firmados.

A seguir, serão descritas algumas condições necessárias para a empresa aderir ao Novo Mercado, segundo a Bovespa:

- a) informações periódicas: elaboração de demonstrações financeiras da companhia e de demonstrações consolidadas a cada trimestre; inclusão obrigatória da demonstração dos fluxos de caixa; elaboração das demonstrações financeiras e demonstrações consolidadas, de acordo com os padrões internacionais USGAAP ou IASC GAAP; divulgação das demonstrações financeiras em inglês etc.;
- b) distribuições públicas: adoção, nas ofertas públicas, de mecanismos que facilitem a dispersão acionária; manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representado 25% do capital; proibição de emissão de ações preferenciais etc.;
- c) alienação de controle: no caso de alienação de controle, garantia de tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador (tag along); garantia do percentual mínimo de ações em circulação, após a alienação do controle no caso de fechamento do capital; oferta pública pelo valor econômico etc.; e
- d) transparência: realização de reunião pública anual com analistas; informação da quantidade e das características dos valores mobiliários de emissão da companhia de que sejam titulares os administradores, o acionista controlador e os membros do conselho fiscal; restrições à negociação de ações da companhia pelos administradores e controladores em períodos determinados etc.

### 3 GESTÃO BASEADA EM VALOR

#### 3.1 Conceito de valor

Antes de se falar em GBV, é necessário conceituar o que significa valor. Pode-se dizer que é um termo amplo e que pode assumir diversos significados dependendo do contexto. O dicionário de língua portuguesa Houaiss e Villar (2001) apresenta 21 definições para valor. Nesta pesquisa, especificamente, o termo Valor configura-se como algo relacionado à riqueza. Portanto, “valor”, aqui, está intimamente ligado às acepções três e quatro do Dicionário Houaiss, quais sejam:

Rubrica: economia.

qualidade que confere a um objeto material a natureza de bem econômico, em decorrência de satisfazer necessidades humanas e ser trocável por outros bens

Rubrica: economia.

medida variável de importância que se atribui a um objeto ou serviço necessário aos desígnios humanos e que, embora condicione o seu *preço* monetário, freq. não lhe é idêntico (HOUAISS; VILLAR, 2001, p. 2825)

O valor para o acionista, quer dizer, para aquele que detém domínio da ação está vinculado à geração de riqueza. O investidor com capital disponível para investir, irá, sempre, procurar investimentos que atendam seus interesses, principalmente, no que tange a valor, dinheiro, riqueza. Rappaport (2001) trata da abordagem do valor para o acionista:

A ‘abordagem do valor para o acionista’ estima o valor econômico de um investimento ao descontar os fluxos de caixa previsto pelo custo de capital. Esses fluxos de caixa, por sua vez, servem como ponto de partida para os retornos dos acionistas com base em dividendos e valorização do preço da ação. (RAPAPORT, 2001, p.50).

Frezatti, apud Van Horne (2003, p.2), enfatiza a importância do valor dentro da perspectiva de gestão das empresas: “valor é representado pelo mercado pelo preço de mercado, por sua vez, é consequência das decisões relacionadas com os investimentos, financiamentos e distribuição dos lucros”.

Tendo sido apresentadas as acepções do termo “valor”, segundo o Dicionário Houaiss; e as concepções, segundo o acionista e a empresa de uma maneira geral, torna-se

relevante fazer uma associação entre o valor para o acionista e o valor da empresa, ou seja, quando a empresa gera riqueza, aumentando seu valor, conseqüentemente isso refletirá no acionista.

### 3.2 O Valor nas organizações

O valor em uma organização é a sua capacidade de gerar riqueza a seu acionista, em patamares superiores àqueles obtidos no mercado, caso, ao invés de investir na empresa, este acionista investisse neste mercado. Isso induz a idéia de que a continuidade operacional da empresa está relacionada à sua capacidade de gerar riqueza a seu acionista, visto que do contrário, a tendência será o mercado de capitais e não a empresa.

O lucro não garante a remuneração do capital aplicado e a atratividade econômica de um empreendimento. A sustentação de uma empresa no futuro somente se dará se ela for capaz de criar valor para os seus proprietários. Um ativo somente agrega valor se os seus fluxos operacionais de caixa esperados, descontados a uma taxa que reflete a expectativa de risco dos proprietários de capital, produzir um valor presente líquido (*goodwill*), maior que zero, ou seja, uma riqueza absoluta.

Isso quer dizer que, mesmo que o lucro seja atingido, não significa que o acionista está obtendo valor. Este valor somente ocorrerá quando este lucro for superior ao mínimo exigido. Este mínimo pode ser, por exemplo, a remuneração do mercado ao capital investido.

Não existe um modelo pronto de como criar valor em uma empresa, pois cada caso é um caso. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 92), são inúmeras as abordagens das propostas para que as empresas realizem a administração com base no valor. Algumas estão concentradas exclusivamente em medidas; outras têm uma maior abrangência, incluindo questões estratégicas, financeiras e organizacionais. Algumas prometem impacto imediato, enquanto outras exigem que os administradores se comprometam com programas de melhorias a serem implantados durante diversos anos.

Frezatti (2003, p. 15) declara que o conhecimento da empresa, sobre seu valor, reflete não apenas na satisfação ou insatisfação dos seus acionistas e *stakeholders*, mas em um ponto fundamental nas organizações: o gerenciamento: “A clara percepção de valor pode

tornar viável à empresa seu adequado gerenciamento, permitindo a perpetuidade na atuação no mercado seja algo concreto, relativamente mais seguro e direcionado”.

### 3.3 Gestão Baseada em Valor (GBV)

#### 3.3.1 Conceito de GBV

Segundo Martin e Petty (2004), a *Value Based Management* - VBM (Gestão Baseada no Valor) é um processo sistêmico que orienta toda a tomada de decisão de uma organização no intuito da criação do valor. Este sistema requer da organização e de seus gestores uma mudança comportamental e uma condução organizacional voltada para esse intuito. O processo sistêmico deve estar presente em todos os níveis hierárquicos da organização; e todos deverão ser orientados para quaisquer decisões dentro da organização, levando em consideração os *value drivers* (direcionadores de valor), ou seja, aqueles que interferem no valor da empresa. Lopo et al. (2001) definem VBM da seguinte forma:

Constitui-se numa abordagem em que as aspirações, as técnicas de análise e os processos gerenciais são orientados para a maximização do valor da empresa, focalizando as decisões sobre os direcionadores de valor (*value drives*), especialmente o custo de capital. (LOPO, 2001, p. 238).

Já Frigo (2002), além de apresentar um conceito de GBV, expõe quais são suas raízes:

**Value-based Management (VBM)** is a strategic performance measurement initiative organizations embark on to focus internal performance and incentives on **value** creation. VBM has its roots in economics and finance, but it is dependent on a firm's financial accounting and reporting as a starting point in computing the metrics used. When done well, VBM can help to focus **management** on **value** creation — and motivate and guide activities toward this end. To achieve the ultimate goal of VBM, however, the business strategy must be designed to maximize **value** creation. (FRIGO, 2002, p. 6, grifo do autor)

Thompson (2002) apresenta a premissa básica da GBV:

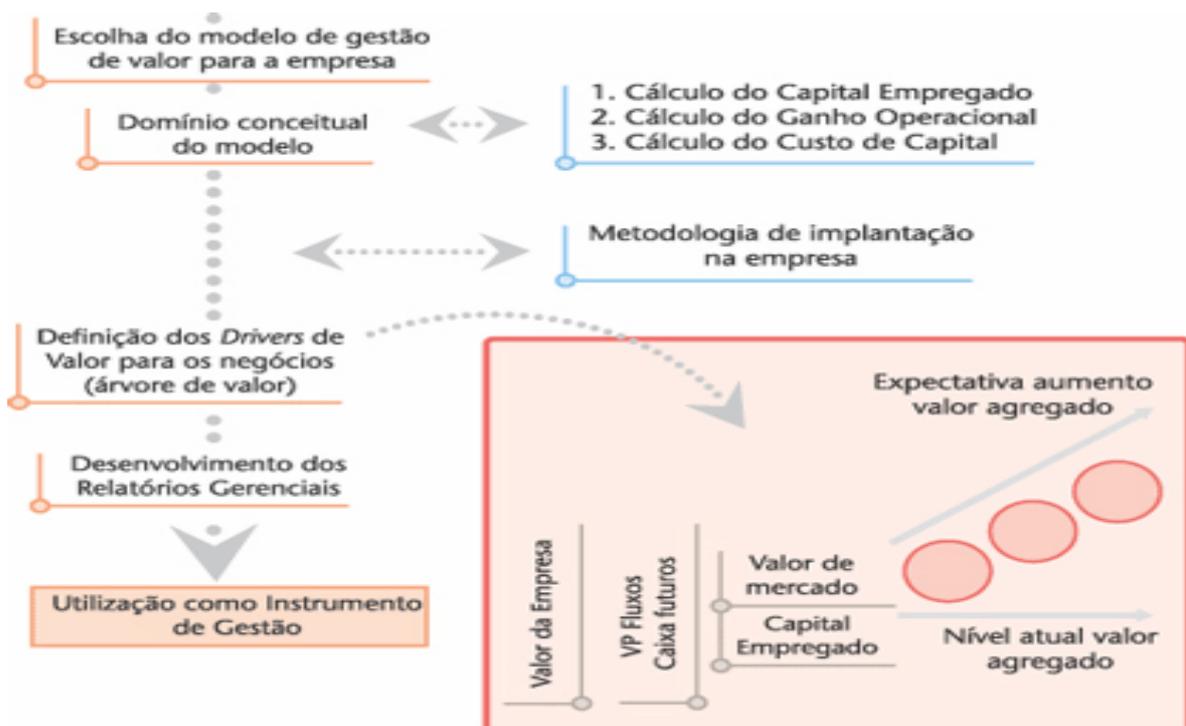
The fundamental premise of VBM is that, in order to sustain the wealth-creation process, managerial performance must be measured and rewarded using metrics that can be linked directly to the creation of shareholder **value**. The key is to successfully transform an employee who thinks like an employee into an employee who thinks

like an owner by measuring and rewarding the employee using methods similar to those that reward the owners. The challenge is to design and implement a firm's internal measurement and reward system that mirrors the external (capital market) system. (THOMPSON, 2002, 62)

Silva, P. R. (2001), ao tratar do conceito de GBV, comenta a possibilidade de existir conflito de interesses entre acionistas e outros agentes que interagem com a organização:

[...] a gestão baseada em valor pode ser entendida como a priorização máxima dos interesses econômicos dos acionistas quando ocorrem conflitos entre estes e os demais agentes que interagem com a empresa. A forma de materializar essa indicação é a maximização do retorno dos investimentos realizados pelos acionistas. (SILVA, P. R., 2001, p. 56).

Abaixo, a **Figura 2** demonstra o processo da VBM.



**FIGURA 2 – Processo da Gestão Baseada em Valor.**  
Fonte: FUNDAÇÃO DOM CABRAL, 2005.

Com este processo incutido na organização, desde o presidente até os auxiliares setoriais, a organização estará voltada para uma gestão baseada em valor.

### 3.3.2 Necessidade de criar valor

Qual a necessidade de se criar valor em uma empresa? Dentre outras, podem ser citadas as seguintes respostas: (a) para manter os investimentos dos acionistas; (b) para captação de recursos; (c) para crescimento da empresa em geral; (d) para crescimento dos empregados. Na realidade, essas respostas podem ser resumidas em uma só: continuidade da empresa.

Silva, F. M. (2005) resgata algumas obras e remete-se a fatores que contribuíram para o foco na criação de valor:

Segundo diversos autores (ASSAF NETO, 2003; COPELAND; KOLLER, MURRIN, 2002; RAPAPPORT 2001), vários fatores contribuíram para o que o foco na criação de valor para o acionista tenha se tornado de extrema importância:

- o movimento agressivo de aquisições nos anos 80;
- a abertura do mercado e a globalização;
- a crescente importância de características baseadas em ações nos pacotes de remuneração da maioria dos altos executivos nos Estados Unidos e de muitos deles na Europa;
- a popularização da participação acionária, especialmente no mercado americano e europeu. (SILVA, F. M., 2005, p. 33)

Já na vertente da tomada de decisão dentro da empresa, Rappaport (2001, p. 19) cita quatro fatores que induzirão os gestores a adotar uma orientação para o acionista:

- a) posição de propriedade relativamente grande;
- b) remuneração atada ao desempenho do retorno para o acionista;
- c) ameaça de aquisição por outra organização; e
- d) mercados de trabalho competitivos para executivos de empresas.

Numa organização, os benefícios da criação de valor devem ser uniformes para todos os interessados (stakeholders). Young e O'Byrne (2003) relatam que a Europa faz críticas ao modelo de GBV, sob o argumento de que ela ignora outros intervenientes importantes que não somente os acionistas da empresa, mas também os empregados, os clientes, os fornecedores, a comunidade local e o macro-ambiente. Sendo assim, os autores, com base nas evidências sobre a "real" criação da riqueza, sinalizam sobre o que pode ocorrer com a insatisfação de clientes e funcionários:

Essas evidências sugerem que as empresas geram valor para o acionista apenas quando elas produzem valor para outros intervenientes (*stakeholders*). Se os clientes não estiverem satisfeitos, eles compram na concorrência. Se os funcionários sentem que os seus talentos estão sendo sub-aproveitados, eles procuram outro lugar para trabalhar. (YOUNG; O'BYRNE, 2003, p. 27).

As empresas que criarem informações de valor que as auxiliem nas tomadas de decisões permitirão que os seus administradores criem valor para o acionista, através de empresas mais saudáveis; padrões de vida mais elevados; e maiores oportunidades de carreira e de negócios para os indivíduos.

Dessa forma, a empresa que não agrega valor aos seus negócios tende à descontinuidade. Grande parte dos autores cita que, muito mais do que dar lucro, há necessidade da criação de valor que se converta em riqueza para o acionista, pois, do contrário, haverá o desinteresse do acionista pela organização. Com isso, pode surgir na organização a aquisição hostil, que é a transferência do controle acionário desaprovada pela administração superior da companhia. Esse fato tem sido muito freqüente nos Estados Unidos da América, onde investidores oportunistas aproveitam-se desses índices desfavoráveis para adquirir empresas. Nessa vertente, Stewart (1999) esclarece que:

(...) quanto mais eficaz o uso e a gestão dos recursos, mais fortes serão o crescimento econômico e o aumento do nosso padrão de vida. A mão invisível de Adam Smith está trabalhando enquanto o ganho dos investidores privados transforma-se numa virtude pública. Embora existam exceções a esta regra, na maioria das vezes há uma harmonia auspiciosa entre criar valor de mercado para as ações e aumentar a qualidade de vida. (STEWART, 1999, p. 101).

Os acionistas têm a expectativa de que a empresa gere um retorno superior ao custo dos recursos investidos, promovendo uma valorização em seu valor de mercado, ou seja, na criação de riqueza. O valor é identificado nos próprios resultados levantados das várias estratégias e políticas adotadas. A riqueza, por seu lado, refere-se ao valor de mercado formado com base nas expectativas dos investidores em ações.

O valor leva em consideração a geração operacional de caixa, a taxa de atratividade e o risco associado ao investimento. É uma visão de longo prazo, vinculada à continuidade do negócio (organização).

Silva, P. R. (2001) expõe a eficácia da geração do valor, quando o gestor observa segundo a ótica do investidor:

(...) o gestor deve observar a empresa na ótica do acionista. A percepção dessa orientação pelo mercado é capaz de elevar o preço da ação de forma sustentável, reduzindo problemas relacionados com a criação insatisfatória de valor, notadamente as aquisições hostis. (SILVA, P. R., 2001, p. 57).

Consoante a mesma perspectiva de Silva, P. R. (2001), Copeland, Koller e Murrin (2002) afirma que a administração de valor:

[...] requer uma visão fria das atividades da empresa que perceba os negócios pelo que eles realmente são – investimentos em capacidade produtiva que podem ou não gerar retornos acima do seu custo de oportunidade. A perspectiva do administrador de valor caracteriza-se pela capacidade de analisar uma empresa como alguém que está fora dela e pela disposição para agir sobre as oportunidades de criar valor. Finalmente, e mais importante, nesse processo inclui a necessidade de desenvolver e institucionalizar uma filosofia de administração de valor em todos os níveis de organização. Priorizar o valor para o acionista não é uma meta a ser perseguida apenas quando surge pressão externa dos acionistas. É uma iniciativa contínua. (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002, p. 29).

Claro está que a necessidade de criar valor ao acionista vai além de pressões comuns nas empresas por resultado, por envolver uma cultura organizacional contínua.

### **3.4 Boas práticas de GBV**

É muito complexo definir o que são boas práticas em uma pesquisa científica, conforme menção anterior. Fazer uma taxonomia das boas práticas seria, realmente, muito mais complexo. Nesse sentido, torna-se mais sensato ater-se às práticas mais indicadas, segundo a opinião de diversos autores.

O artigo - *What is exactly a best practice?* - escrito pela empresa de consultoria e pesquisa The Bottonwood Group LLP, publicado na revista Business Credit, traz uma definição de boas práticas:

*A best practice is strictly defined as a methodology or approach that consistently, almost always – delivers improved performance. The performance improvement needs to be clearly defined and measurable to meet these criteria. For a tightly defined process like account payable, this is fairly straightforward. The process itself is highly comparable company to company, and performance measures are well established. When a new, innovative practice emerges, it can quickly and accurately be assessed as a best practice – or not. (THE BUTTONWOOD GROUP LLP, 2004, p.39).*

Como já mencionado, EVA e GBV não devem ser confundidos, pois o primeiro tem fortes características de indicador, logo a GBV tem uma amplitude. Martin e Petty (2004, p. 231) reforçam esta afirmação, ao fornecerem dados de uma pesquisa aplicada em empresas que utilizam o modelo de GBV: “as empresas da amostra tiveram sucesso em tornar o GBV simples o suficiente para ser utilizado como uma ferramenta para a tomada de uma variedade de decisões – em vez de ser somente um exercício financeiro complexo que o departamento de finanças impõe aos gestores operacionais.” Nesse sentido, as boas práticas aqui destacadas, segundo vários autores, não abordam fórmulas para apurar a riqueza gerada, nem cálculos de desempenho.

Assim sendo, serão expostas as práticas mais indicadas, segundo os autores: (a) Martin e Petty (2004); (b) Rappaport (2001); (c) Young e O’Byrne (2003); e (d) Haspeslagh, Noda e Boulos (2001).

A GBV, como dito anteriormente, foi criada e difundida pelas empresas de consultoria, neste sentido, são encontradas muitas obras com viés comercial. Assim sendo, para análise das práticas, dentre os autores, foram escolhidos: (a) Martin e Petty e Young e O’Byrne, por terem carreira de mercado; e (b) Haspeslagh, Noda e Boulos e Rappaport, por terem histórico acadêmico.

### **I. Martin e Petty (2004)**

Martin e Petty (2004) apresentam, na obra “Gestão Baseada em valor: a resposta das empresas à revolução dos acionistas”, uma visão gerencial de GBV, apontando os melhores caminhos a serem seguidos, ao basearem-se em ações adotadas por empresas que utilizaram o modelo de GBV.

Logo no início da obra (p. 10), afirmam que, para uma empresa obter sucesso em programa de GBV, são necessários três elementos-chave:

- a) o programa deve ter total e completo apoio dos executivos de cúpula da empresa;
- b) algum elo deve haver entre remuneração e comportamento; e
- c) os empregados devem entender o sistema GBV, para haver eficácia na transformação do comportamento. Assim, a educação e o treinamento são absolutamente essenciais para o sucesso de qualquer programa de GBV.

Na segunda parte da obra (p. 55), os autores argumentam que, para obter êxito na GBV, é necessário unir o desempenho à remuneração. Nesse sentido, o princípio, por trás da utilização do GBV, é medir e recompensar atividades que geram valor para o acionista; e que, em última instância, levarão um maior valor ao acionista.

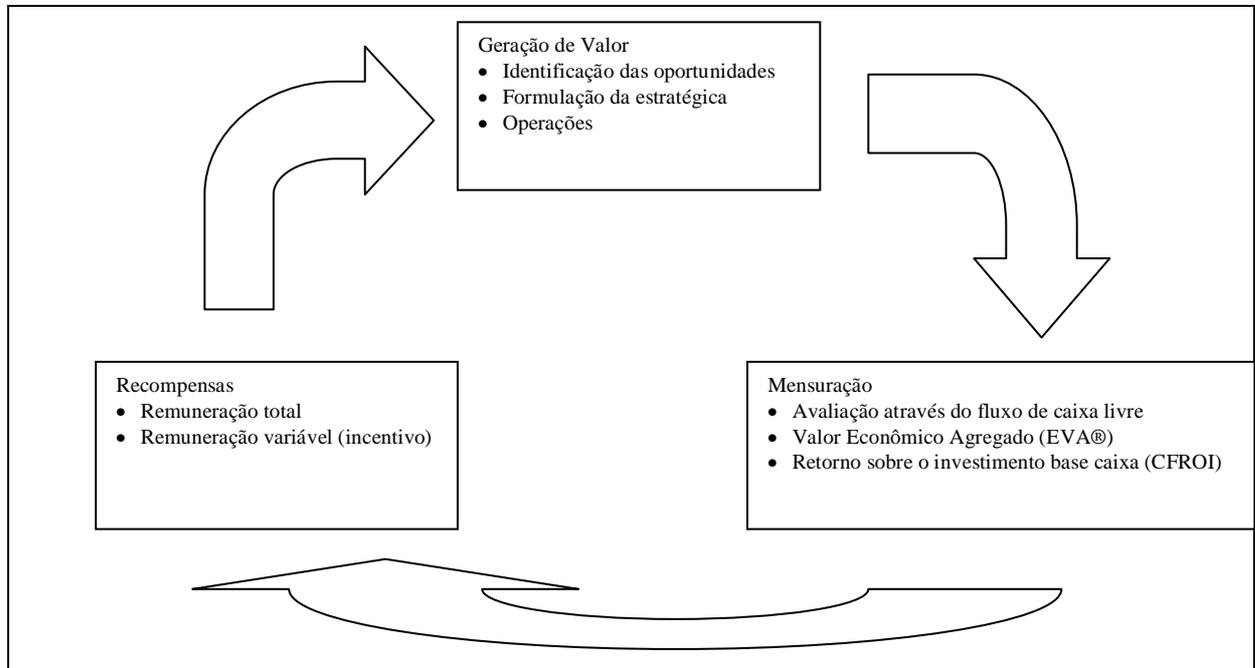
Em relação à eficácia do modelo, os autores frisam que, se a empresa quer saber se a GBV faz diferença, é necessário saber o que está por trás dos direcionadores de valor. Ou seja, como e quanto os direcionadores de valor influenciam na geração de riqueza.

Após fazerem menção do treinamento dos colaboradores para a GBV, os autores destacam que a monitoração cuidadosa, ou supervisão do comportamento dos empregados, é importante para o bom andamento do modelo, mas nem sempre é barata e fácil de ser fazer. E ainda, sugerem que a ferramenta GBV deve ser traduzida com facilidades, em termos que os empregados de alto e baixo escalão possam compreender e confiar cada vez mais. Isso significa que o programa deve ser simples e transparente.

Já em relação ao elo entre remuneração e comportamento, os autores orientam que o retorno ao empregado deve ser principalmente em dinheiro, dado que o dinheiro é fungível e pode ser convertido em qualquer coisa que seja de maior valor para o empregado. E ainda, segundo a linha de Baker, Jensen e Murphy (1988), colocam que a política de remuneração de uma empresa deve responder a três questões fundamentais: (a) que nível de remuneração deve ser pago; (b) como a remuneração deve ser ligada ao desempenho (isto é, a forma funcional); e (c) como a remuneração deve ser paga (isto é, sua composição), incluindo pagamentos em caixa versus benefícios (seguros, condições de trabalho, tempo de lazer, e assim por diante) e o uso de caixa versus títulos negociáveis (opções em ações e concessões) para o pagamento de incentivo.

Seguindo esse raciocínio, Martin e Petty (2004, p. 06-07) demonstram os principais elementos de um sistema VBM, elaborado para construir e suportar um ciclo sustentável de criação de valor. Ao mesmo tempo, enfatizam a noção de sustentabilidade, posto que o valor é

criado ao longo do tempo como resultado de um ciclo contínuo de decisões estratégicas e operacionais. Segue **Figura 3**, para visualização e compreensão deste ciclo sustentável:



**FIGURA 3 - Construindo um Ciclo Sustentável de Geração de Valor.**

Fonte: Martin e Petty (2004, p.7).

## II. Rappaport (2001)

Diferentemente de Martin e Petty, Rappaport (2001), em sua obra “Gerando valor para o acionista”, não destaca as boas práticas de maneira direta, mas ao longo da obra podem ser observados alguns fatores que colaboram para geração de riqueza para os acionistas. O autor ressalva que a implementação do valor para o acionista variará entre empresas: “dependendo da extensão do apoio da gestão de cúpula, da natureza e diversidade da carteira de negócios, do grau de descentralização e de seu tamanho, alcance global, diversidade de empregados, cultura, estilo gerencial e senso de urgência.” (RAPPAPORT, 2001, p. 187). Este autor, ao longo da obra, remete-se às práticas mais indicadas:

- as estratégias invariavelmente exigem investimentos substanciais que devem, em última análise, adicionar valor. O processo de formulação de estratégias identifica estratégias que podem criar valor;
- o valor para o acionista somente irá se concretizar se os clientes estiverem dispostos a pagar por esses custos. Há custos associados com criar valor para o consumidor. Criar valor para o consumidor não se traduz automaticamente em

valor para o acionista. Sem criar valor para o consumidor, não pode haver valor para o acionista;

- c) o plano estratégico deve responder questões como: (a) o plano estratégico da empresa gera valor para os acionistas? Caso sim, quanto?; (b) quais unidades de negócios estão criando valor e quais não estão?; e (c) de que modo planos estratégicos alternativos afetariam o valor para o acionista?;
- d) o autor sugere, no que tange ao processo de avaliação das estratégias, que os gestores das unidades de negócios devem ser capazes de responder as seguintes indagações: (a) de que maneira estratégias alternativas afetariam a criação de valor para o acionista?; (b) qual estratégia tem probabilidade de gerar mais valor?; e (c) para a estratégia selecionada, quão sensível é o valor a fatores internos e externos ao negócio não contemplados no cenário “mais favorável”?;
- e) as questões abaixo, no processo de avaliação das estratégias em nível corporativo, devem ser respondidas: (a) quais unidades de negócios da carteira da empresa estão criando mais valor para o acionista?; (b) quais unidades de negócios têm um potencial limitado de geração de valor e, portanto, devem ser candidatas ao desinvestimento?; (c) qual combinação de estratégias irá gerar o maior valor total?; (d) quais unidades de negócios geram caixa e quais drenam o caixa?; e (e) até que ponto a empresa pode financiar suas estratégias propostas, a partir de fontes internas, e quanta dívida ou capital próprio adicional terão que ser levantados?;
- f) a análise de novos investimentos deve considerar, nas margens de contribuição, três itens: (a) a projeção deve ser prevista não histórica; (b) os investimentos em capital de giro e ativos permanentes, necessários para gerar vendas, não devem ser ignorados; e (c) o valor do dinheiro no tempo deve ser considerado;
- g) o entendimento dos direcionadores do negócio, que são mais críticos à criação de valor, possibilita à gestão focalizar sua análise com maior eficiência sobre os elementos-chave de uma estratégia;
- h) dois princípios básicos para a gestão de valor ao acionista são: invista somente em oportunidades com um potencial confiável de criação de valor; e

desenvolva caixa para os acionistas quando os investimentos que criam valor não estão disponíveis;

- i) a definição adequada das medidas de desempenho e das formas de remuneração, que alinham os interesses dos gestores com aqueles dos acionistas, é vital ao processo de geração de valor, ou seja, é preciso motivar os gestores e empregados a criarem valor, remunerando-os pelo valor agregado;
- j) o comprometimento do CEO é, na maioria dos casos, isoladamente, o fator mais importante para o sucesso da GBV;
- k) o CEO e os colaboradores devem estar convencidos de que os preços das ações são governados pelos fluxos de caixa de longo prazo, e também deve estar convencido que uma mudança na GBV irá melhorar a tomada de decisão;
- l) o desenvolvimento de um “mapa” dos direcionadores do valor do negócio é essencial, para verificar quais possuem maior impacto sobre o valor e aqueles que são controláveis;
- m) a realização de sessões de treinamento em GBV, que demonstrem as vantagens do valor ao acionista, é crucial na busca de aplicações práticas, para que os participantes possam usar imediatamente após o treinamento. O treinamento deve ser dividido em dois grupos: um, para os que necessitam de conhecimento genérico do valor ao acionista; e, outro, para os que necessitam de competência técnica. Rappaport (2001, p. 202) fornece pontos essenciais em programas de treinamento em GBV:
  - ✓ Casos para adotar o valor ao acionista
    - exemplos de decisões tomadas de modos diferentes
    - necessidades por maior eficiência de capital
    - benefícios de medir e monitorar o valor e a criação de valor
    - benefícios de aumentar o foco nos direcionadores de valor
  - ✓ Fundamentos da criação de valor
    - mensurar o valor
    - mensurar a criação de valor
    - papel da análise de valor

- ✓ Análise/exercício de um caso de cálculo de valor
  - ✓ Aplicando uma perspectiva de valor
    - aplicações às decisões operacionais do dia-a-dia/O papel dos direcionadores de valor;
    - aplicações ao planejamento estratégico
    - mensuração de desempenho e incentivos à gestão
  - ✓ Estudos de casos da aplicação do valor ao acionista
  - ✓ Calibrando o risco em decisões de investimento
    - distinguindo entre tipos de risco
    - estimando as necessidades de retorno (custo de capital)
    - aplicações das análises de sensibilidade, cenário e simulação
    - comunicando a análise de risco
  - ✓ Exercício de avaliação de risco
  - ✓ Identificando as estratégias criadoras de valor
    - visão geral do planejamento estratégico
    - identificando fontes de vantagem competitiva
    - ligando a vantagem competitiva à criação de valor
- n) Reforçar suporte aos processos de gestão em áreas tais como o planejamento estratégico, orçamento anual, medidas de avaliação de desempenho, remuneração incentivada e comunicações internas e externas aos investidores e outros constituintes. Cada uma dessas atividades precisa estar alinhada e apoiada pelo foco da empresa sobre os direcionadores de valor, fluxo de caixa e criação de valor.

### **III. Young e O'byrne (2003)**

Young e O'Byrne (2003) tratam, na obra "EVA e Gestão Baseada em Valor: guia prático para implementação", das boas práticas na vertente da implantação, dando uma

contribuição das boas práticas não somente ao longo do programa, mas como ele deve ser implantado de maneira a contribuir no processo de acompanhamento.

Segundo os autores, o modelo de gestão baseada em valor deve estar no planejamento estratégico da empresa, ou seja, deve haver uma aceitação do modelo por parte dos gestores e os mesmos devem entender os conceitos que sustentam a criação de valor. Pois, simplesmente aceitar o modelo com a certeza de que a riqueza virá, sem nenhuma ação da empresa, é ilusão. Nesse sentido, além da aceitação, é necessário o entendimento do modelo para melhor desenvolvimento.

Em relação aos profissionais de finanças, os autores afirmam que:

A administração baseada no valor requer uma mudança profunda nas crenças dos profissionais de finanças. Eles deixam de ser apenas os que distribuem os recursos ou aqueles que obrigam o controle de operações, embora eles, continuem a ter importantes responsabilidades de controle. Devem tornar-se parceiros de seus colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar. (YOUNG; O'BYRNE, 2003, p. 86).

Ainda em relação às crenças dos colaboradores, os autores alertam: mudar atitudes entre executivos operacionais requer transparência nas funções financeiras e de contabilidade. Isso significa que não basta, apenas, comunicar os objetivos financeiros aos executivos e aos empregados, é necessário fazer com que eles compreendam esses objetivos. Além de entenderem os objetivos financeiros da empresa, é indispensável que saibam o porquê desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

Os autores apontam, como uma das boas práticas de GBV, a responsabilidade unitária de cada colaborador da empresa, sem que a carga fique apenas com os técnicos e o alto escalão da empresa: “A criação de valor também é responsabilidade de cada funcionário, não apenas de altos executivos e de especialistas em finanças [...] a real criação de valor permanece com os gerentes operacionais e seus empregados.” (YOUNG; O'BYRNE 2003, p. 86).

Outra boa prática considerada pelos autores é a remuneração. Os autores afirmam que a implementação do GBV só tem sentido se a remuneração for atrelada à criação de valor sistematicamente. E, ainda, sobre o sistema de remuneração, é necessário que haja uma sensibilidade em relação ao desempenho, quando este for abaixo ou acima da meta.

Programas de treinamentos, realizados para atrair o comprometimento genuíno dos empregados à criação de valor, é ponto fundamental no modelo de GBV, segundo Young e O'byrne (2003, p. 90).

Outras quatro práticas essenciais para o sucesso da GBV são relevadas pelos autores:

- a) as unidades de negócios devem ser autônomas, pois as empresas, que trabalham com unidades autônomas, têm maiores benefícios com o modelo, do que as que trabalham com uma grande unidade de negócios;
- b) a organização deve elaborar orçamentos operacionais, para mensuração da criação de valor;
- c) deve haver comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas, pois o comprometimento dos colaboradores depende disso, também; e
- d) deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

#### **IV. Haspeslagh, Noda e Boulos (2001)**

Haspeslagh, Noda e Boulos também pesquisaram as práticas de GBV. No artigo *It's not about the numbers*, publicado em 2001, na Harvard Business Review, com apoio e financiamento da empresa de consultoria Boston Consulting Group, pesquisaram práticas de VBM em empresas da América do Norte, Europa e Ásia. Foram convidadas 1.862 empresas, com faturamento acima de US\$ 2 bilhões, para participar da pesquisa. Dentre as 271 empresas que aceitaram 117 implantaram formalmente a GBV. Os autores, nas empresas que obtiveram sucesso com o programa de GBV, detectaram cinco práticas similares:

- a) um explícito comprometimento com o valor (*an explicit commitment to value*): a empresa ao adotar a GBV, deve fazer um comunicado geral a todos interessados e, conseqüentemente, demonstrar um comprometimento com esse novo modelo. Essa prática deve ter dois propósitos: (a) comunicar aos usuários externos que a empresa compreende a necessidade de quebrar a cultura que prevalecia; e (b) utilizar esses anúncios como forma de motivar normas internas, tal qual alguns CEO (*chief executive officer*);
- b) treinamento intensivo (*intensive training*): a criação de um ambiente receptivo para que o programa possa propiciar mudanças. A gestão em valor configura-

se em números (20%) e em pessoas (80%), uma vez que pessoas criam valor. Nessa vertente, os autores, baseados na pesquisa realizada, revelam que 62% treinaram mais de 75% de seus gerentes nos conceitos de VBM, enquanto apenas 27% das empresas com insucesso treinaram uma grande proporção dos seus gerentes de *staff*. Fica compreendido, com isso, que o processo de gestão baseada em valor deve ser implantado com sustentabilidade;

- c) construir a sensação de posse (*building ownership*): deve haver um reforço no treinamento, implantando um sistema de remuneração que esteja amarrado com a criação de valor do programa. Isso dá aos colaboradores uma sensação de ter “comprado” a empresas e o programa;
- d) autonomia às unidades de negócio (*empowering business units*): essa prática consiste em fornecer autonomia aos colaboradores, para decidirem sobre a criação de valor como, por exemplo, elaboração de orçamentos operacionais e decisão sobre eles; e
- e) criação de um círculo virtuoso (*creating a virtuous circle*): as mudanças que foram introduzidas no sistema e no processo da companhia são amplas. Com isso, há um estreitamento no foco dos relatórios financeiros e compensações. Essas mudanças criam um círculo virtuoso de comportamentos e benefícios, o que fornece uma segurança e comprometimento na criação de valor.

Abaixo, no **Quadro 3**, serão apresentadas as boas práticas de GBV, coincidentes nas obras dos autores consultados:

	<b>Martin e Petty</b>	<b>Rappaport</b>	<b>O'byrne e Young</b>	<b>Haspesslagh, Noda e Boulos</b>
<b>Apoio e comprometimento</b>	Da cúpula da empresa.	Do CEO.	Não apenas apoio dos gestores, mas entendimento.	Deve haver um comunicado geral, principalmente para os usuários externos.
<b>Remuneração</b>	Elo entre remuneração e comportamento.	Alinhar medida de desempenho com formas de remuneração.	Remuneração atrelada à criação de valor, com sensibilidade ao desempenho..	Fortifica o treinamento. Deve ser amarrado com a criação de valor. Dá uma sensação de posse.
<b>Educação e Treinamento</b>	Essenciais para o programa GBV.	Demonstrar vantagens do valor ao acionista. Treinamento: dividir entre técnicos e genéricos.	Atrair comprometimento genuíno dos colaboradores.	Treinamento intensivo nos conceitos de GBV. A GBV consiste em 20% números e 80% em pessoas.
<b>Planejamento estratégico</b>	Para sustentabilidade do ciclo contínuo de criação de valor.	Estabelecer o valor para o acionista: quanto; quais unidades estão criando valor; e o que afetaria o valor.	Deve estar bem definido o modelo de GBV.	Autonomia às unidades de negócio, para decidirem sobre a criação de valor. Criação de um círculo virtuoso.
<b>Direcionadores de valor</b>	Identificar e mensurar quanto eles influenciam na geração de valor.	Desenvolver um “mapa” dos direcionadores de valor. Verificar maior impacto e os que são controláveis.	Elaboração de orçamentos operacionais, conseqüentemente, apontam os direcionadores de valor e seus impactos.	Os autores não abordam os direcionadores de valor.

**QUADRO 3 - Práticas mais indicadas de Gestão Baseada Em Valor, coincidentes nas obras dos autores consultados.**

Fonte: elaborado pelo autor

Verifica-se que, nas obras consultadas, os autores destacam: há uma indicação de remuneração aos colaboradores da empresa, ao adotar o modelo de GBV. Nesse sentido, fica patente que todo o valor adicionado à organização gera, psicologicamente, uma dúvida nos colaboradores. O que eu ganho com isto? Para se garantir o sucesso da gestão baseada em valor, a organização precisa ter um sistema de premiação e de bônus financeiros voltados aos

seus colaboradores. Slater e Olson (1996) colocam a importância da interação e da recompensa de todos os colaboradores nesse processo de gestão: “*a comprehensive value-based management (VBM) system must engage, motivate, and reward the people throughout the organization who create shareholder value*”. Em contrapartida, Haspeslagh, Noda e Boulos (2001) postulam que é muito mais complexo o processo de engajamento, motivação e recompensa para os colaboradores, do que a simples interação de todos.

Em outra perspectiva, The Buttonwood Group LLP (2004) afirma que a VBM tende a não ultrapassar o nível da gerência sênior:

*The problem is that VBM/EVA tends to get stuck at the sênior management level. The reason why that's a problem is that it's the decisions that workers make on the front lines every day that really drive shareholder value. (THE BUTTONWOOD GROUP LLP, 2004, p.44).*

Fica claro que a integração de toda empresa no modelo de GBV é importante, principalmente, aqueles que estão à frente de operações que criam valor para empresa. Portanto, deixar que o modelo fique estacionado nos altos níveis da empresa, é estigmatizá-lo ao insucesso.

### **3.5 Limitações da abordagem**

O tema principal desta pesquisa concentra um forte viés de mercado. Daí, a necessidade de indicar certas limitações da abordagem e, ao mesmo tempo, contribuir com a análise dos dados da pesquisa.

O The Buttonwood Group LLP (2004) apontam os prós e os contras do EVA. Referem-se ao EVA como VBM/EVA, ou seja, não diferenciam a GBV do EVA:

Pros	Cons
<p>Can eliminate a sense of “entitlement” to costs increases.</p> <p>Improved costs containment</p> <p>Increased discipline in developing budgets.</p> <p>More meaningful budget discussions during plan review sessions.</p>	<p>May be overkill in some situations to request that managers justify every existing expenditure. Can meet with significant active and passive resistance.</p> <p>Unless management takes the process seriously, budget holders will figure out they don’t need to really build a budget from the ground up after all. If reducing the cycle time of the budget process is a goal, this approach is inconsistent with meeting the objective.</p> <p>There is a significant educational element to this approach that if ignored. Will result in confusion and user backlash.</p>

(THE BOTTONWOOD GROUP, 2004)

Focando a mesma vertente de críticas ao modelo, a título de análise do modelo, pode-se observar que, no conceito de gestão baseada em valor, encontra-se uma limitação concentrada nos interesses entre acionistas e demais agentes interessados na empresa (*all stakeholders*). Isso significa: se o foco principal da GBV é a geração de riqueza para o acionista, algumas variáveis sugeridas de benefícios do modelo anulam-se, como: apoio, comprometimento, competitividade, aumento do padrão de vida etc.

Silva, P. R. (2001, p. 87) efetua uma síntese das limitações da abordagem, e assim as estabelece:

- a) valor da estratégia;
- b) delegação de responsabilidade;
- c) ilusão dos números;
- d) qualidade de vida; e
- e) síntese da abordagem.

### **3.5.1 Valor da estratégia**

A abordagem da estratégia corporativa, com foco no cliente, fica em segundo plano diante do modelo de GBV, o que pode resultar em dificuldade para empresa em um mercado com grande competitividade. Em outras palavras: se o foco estiver concentrado somente nos acionistas, os clientes podem sair prejudicados, diminuindo ou abandonando sua relação com a organização.

Na mesma vertente: o foco na remuneração ao acionista não pode ser míope, ao ponto de abandonar outras preocupações, que podem prejudicar o resultado para a organização. Silva, P. R. (2001, p. 90) frisa essa preocupação: “[...] a análise de valor para o acionista é relevante, mas não deve suplantiar a estratégia corporativa associada ao entendimento de interesses do cliente.” O autor ainda justifica essa afirmação: “Isso porque é o processo de identificação de necessidades e a sua satisfação que gera a oportunidade de criação de valor para o acionista.”

Em outra vertente: o interesse do acionista, em alguns casos, contempla a satisfação dos clientes, o que pode enfraquecer essa limitação do modelo de GBV.

Sendo assim, podem ser evidenciados três pontos: (a) o foco não deve estar apenas nos acionistas, pois pode acarretar insatisfação nos clientes; (b) o foco deve prevalecer também nos clientes, pois uma satisfação dos mesmos pode culminar em melhor remuneração aos sócios; e (c) a limitação pode ser enfraquecida do ponto-de-vista do foco somente nos investidores, devido aos interesses dos mesmos na satisfação dos clientes.

Torna-se, pois, imprescindível ponderar os interesses dos acionistas e dos clientes, pois ambos possuem importância, em todos os aspectos que tangem possibilidades de ameaças e/ou de oportunidades do negócio.

### **3.5.2 Delegação de responsabilidade**

Para Haspeslagh, Noda e Boulos (2001), a delegação de responsabilidade, apontada nas boas práticas de GBV, também pode ser reconhecida como planejamento estratégico. A

denominação “delegação de responsabilidade”, apresentada por Stewart (1999, p. 5), consiste na autonomia dos níveis gerenciais inferiores da organização.

Em contraparte, Rappaport (2001, p. 4), ao comentar as limitações que a propriedade de ações da empresa e os planos de remuneração da gerência, baseados no valor de mercado de ação, possuem para incentivar a maximização dos interesses dos acionistas, afirma que:

- a) numa organização descentralizada, a maioria das alocações de recursos é efetuada pelos gerentes das divisões ou das unidades de negócios; e
- b) existem limitações para incentivar os gestores das divisões e unidades de negócio à maximização dos interesses dos acionistas porque: (a) geralmente eles não possuem uma parcela significativa de sua riqueza aplicada nas ações da companhia; e (b) a sua performance não pode ser diretamente associada ao preço de mercado da ação.

Nessa perspectiva, Silva, P. R. (2001) também considera as limitações da abordagem:

Se os gestores das divisões e unidades de negócio são responsáveis pela alocação da maior parte dos recursos da empresa, a competitividade depende da atuação desses gerentes e existem sérias limitações para incentivá-los para a maximização dos interesses dos acionistas, parece lógico considerar essa situação uma fragilidade da abordagem de gestão baseada no valor. (SILVA, P. R., 2001, p. 93)

Uma solução para essa limitação talvez seja utilizar um indicador interno, ao invés do preço da ação no mercado. Todavia, o foco principal no investidor pode também gerar problemas de competitividade, conforme comentado anteriormente, o que torna importante verificar o nível de alinhamento também com a estratégia corporativa, que geralmente inclui outros agentes sócio-econômicos, tão importantes quanto o acionista.

### **3.5.3 Ilusão dos números**

Essa limitação está atrelada à visão limitada dos gestores e investidores aos números, deixando de observar os processos, transações e eventos que produzem esses números. Na

verdade, muitas vezes os modelos matemáticos parecem corretos, mas, muitas vezes também, podem estar desvinculados do contexto, no qual a empresa está inserida.

Sendo assim, para evitar esse problema, Silva, P. R. (2001, p. 95) frisa que o gestor, empenhado na maximização do interesse do acionista, deve atentar para a qualidade das hipóteses sobre os riscos e recompensas inerentes às alternativas em estudo, aspecto diretamente relacionado à estratégia corporativa.

#### **3.5.4 Qualidade de vida**

A expressão qualidade de vida pode assumir muitas vertentes, ou seja, o que é qualidade de vida para um, pode não ser para outro. No entanto, do ponto de vista econômico, segundo Copeland e Stewart, a qualidade de vida representa a maximização dos interesses econômicos,. Tendo em vista essa vertente econômica de qualidade de vida e os conceitos pregados pela GBV, Silva, P. R. (2001) destaca mais uma limitação da abordagem:

Além de parecer improcedente a associação entre a gestão baseada no valor e a elevação do padrão econômica de vida nos EUA, a ampliação deste conceito para incorporar outros aspectos complementares à sua faceta econômica, doravante chamado de qualidade de vida, contribui para a identificação de outras limitação potencial dessa abordagem de gestão. (SILVA, P. R., 2001, p. 100).

Para Silva, P. R. (2001), a adoção da GBV está sujeita, contrariamente àquilo que pregam seus defensores, ao comprometimento da capacidade competitiva de longo prazo e à continuidade da companhia.

Talvez essa falha dos defensores da GBV esteja em uma questão patente no mercado, que os livros publicados por empresas ou seus consultores são para investidores e não para gestores e pesquisadores, ou seja, o objetivo é vender o conceito para, posteriormente, vender a consultoria, o que culmina em termos taxativos e com forte apelo comercial.

### 3.5.5 Síntese da Abordagem

Essa limitação está enraizada na questão que, independente do modelo de gestão, o acionista configura-se como o agente sócio-econômico mais importante para organização. Sendo assim, para diferenciar um modelo de outro, a empresa deve observar os legítimos interesses econômicos dos acionistas.

De outra forma, não se pode tirar o mérito da GBV como modelo de gestão que: (a) consolidou os indicadores de valor baseados no mercado; (b) acentuou as discussões prioritárias sobre governança corporativa; e (c) tem fornecido os incentivos mais relevantes para o seu desenvolvimento.

É pertinente, pois, reservar o próximo tópico para a discussão de alguns indicadores de GBV.

### 3.6 Indicadores na GBV

O principal objetivo da GBV, como exposto anteriormente, é a criação de valor para o acionista, mas como pode ser mensurada essa riqueza gerada? Quais os métodos utilizados para esse fim? Muitas pesquisas foram feitas para tentar demonstrar qual o valor criado pela empresa. Esses métodos e fórmulas são chamados de indicadores de mensuração de valor ou métricas de desempenho financeiro.

O valor deve ser medido nas organizações que adotam a GBV, não apenas para atender seu objetivo principal, mas, também, em detrimento deste estabelecer um guia, para remunerar colaboradores; para comunicar os interessados; e, principalmente, para gerenciar a empresa.

A geração de riqueza pode ser medida pelos diversos indicadores existentes, a saber:

EVA® – Economic Value Added

REVA – Refined Economic Value Added

AEVA – Adjusted Economic Value Added

MVA® - Market Value Added

FDC – Fluxo Descontado de Caixa

SVA – Shareholder Value Added

CVA – Cash Value Added

CFROI – Cash Flow Return of Investment

TSR – Total shareholder Return

TBR – Total Business Return

O objetivo não é verificar quais os melhores indicadores, muito menos classificá-los, conforme mencionado na primeira parte desta pesquisa. As empresas de consultoria sempre estão discutindo quais métricas são mais vantajosas, mas todos os indicadores são comuns em sua ideologia, Esta afirmação encontra-se confirmada na citação abaixo, de Young e O’Byrne (2003):

Embora os proponentes de uma determinada métrica defendam a sua superioridade em relação a outras que lhe sejam concorrentes, todas são organizadas sob um mesmo princípio básico: para criar valor para os seus acionistas, as empresas devem gerar retornos sobre o capital investido que excedam o custo desse capital. (YOUNG; O’BYRNE, 2003, p. 20)

É oportuno apresentar o EVA®, o MVA, o CFROI e o Fluxo de Caixa Descontado. Segundo Lopo et al. (2001, p. 238), os dois primeiros são relevados em virtude da popularização da marca comercial nos Estados Unidos e da sua relativa simplicidade de aplicação. Já o CFROI, por ser o principal concorrente do EVA. Além do que, segundo Young e O’Byrne (2003, p.330), por ser bastante popular, graças à empresa de consultoria Boston Consulting Group. O Fluxo de Caixa Descontado, por sua vez e segundo Lopo et al. (2001, p.275), configura-se como o indicador que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de certo empreendimento.

### 3.6.1 EVA® (Economic Value Added)

O EVA é uma marca registrada pela Stern Stewart, empresa de consultoria conhecida mundialmente pela criação deste indicador. É patente que é o mais famoso dentre todos os outros indicadores, tanto que muitas vezes os conceitos de EVA e GBV são confundidos, conforme mencionado anteriormente.

Muitos autores, como Ehrbar (1999), Martin e Petty (2004), Young e O'Byrne (2003) e, principalmente, a Stern Stewart (1999), não consideram o EVA como apenas um indicador. Ehrbar (1999, p. 1) declara o que representa o EVA em sua visão: “o Eva é muito mais do que uma simples medida de desempenho. É a estrutura para um sistema completo de gerência financeira e remuneração variável que pode orientar cada decisão tomada por uma empresa, da sala do conselho até o chão da fábrica”.

A ferramenta EVA, na realidade, já existe há mais de 200 anos e, segundo Joel M. Stern, sócio da Stern Stewart, no prefácio da obra de Al Ehrbar, consiste numa noção de lucro residual; ou, na visão dos economistas, no custo de oportunidade. Sendo assim, as idéias do EVA não são novas, pois utiliza princípios fundamentais de finanças corporativas e de gestão financeira, conhecidos há muitos anos.

Martin e Petty (2004) relatam a história do EVA e como as empresas começaram a utilizá-lo:

O acrônimo EVA foi usado pela primeira vez para valor econômico agregado em 1989 (Finegan 1989), mas somente quatro anos depois começou a receber maior atenção, principalmente como resultado de um artigo de destaque da revista *Fortune* (Tully 1993). O artigo da *Fortune* ofereceu uma apresentação básica do conceito EVA e de seus cálculos; entrevistou Joel Stern e Bennett Stewart & Co., os principais proponentes do uso do EVA; e proporcionou exemplos de grandes empresas norte-americanas que estavam utilizando com sucesso o EVA como medida de desempenho da empresa. A partir daquele começo promissor, o EVA capturou o interesse de muitos na comunidade de negócios, incluindo empresas como a Coca-Cola Co., Eli Lilly, Bausch & Lomb, Sony, Matsushita, Briggs & Stratton e Herman Miller. (MARTIN; PETTY, 2004, p. 94)

Mas por que as empresas adotam essa métrica se os conceitos já existem há anos? Lopo et al. (2001) justifica o motivo da utilização do EVA, mesmo sua base conceitual já existir há alguns anos:

O EVA®, portanto, não se constitui numa novidade propriamente dita, mas parece estar recuperando conceitos elementares, intuitivos e fundamentais que talvez tenha caído no esquecimento da prática gerencial coletiva. O resgate da essência, da base, do sentido, geralmente produz uma presença significativa no cotidiano social. Essa indicação talvez se aproxime da justificativa para a grande penetração no mercado que o EVA® tem alcançado. (LOPO et al., 2001, p.247)

Para Young e O’Byrne (2003, p. 31), “o EVA se baseia na noção de lucro econômico (também conhecido como lucro residual), que considera que a riqueza é criada apenas quando a empresa cobre todos os seus custos operacionais e também o custo do capital”.

Já Ehrbar (1999) dá uma definição mais detalhada do que é EVA:

Aritmeticamente, é o lucro operacional após o pagamento de impostos menos os encargos sobre capital, apropriado tanto para endividamento quanto para o capital acionário. O que resta é o valor em dólares pelo qual o lucro excede ou deixa de alcançar o custo do capital utilizado para realizar aquele lucro. Este número é o que os economistas denominam lucro residual, que significa exatamente aquilo que implica: é o resíduo que sobre depois de todos os custos terem sido cobertos. Economistas também se referem a isto como lucro econômico ou aluguel econômico. Nós chamamos de EVA, valor econômico adicionado. (EHRBAR, 1999, p. 245).

O EVA tem como base conceitual princípios existentes há anos, no entanto, isso não quer dizer que não existam méritos e aspectos positivos na utilização desta métrica. A única discussão que pode ser feita é se o EVA constitui-se numa métrica; ou pode ser estendido como um modelo de gestão. Al Ehrbar, vice-presidente da Stern Stewart, com certeza irá defender que o EVA constitui-se num modelo de gestão, assim como Joel Stern e Bennett Stewart. O que pode ser inferido é que uma empresa pode adotar o EVA como métrica de desempenho e não, necessariamente, adotar práticas de GBV, como fazer orçamentos por unidade de negócio, treinamento nos conceitos de criação de riqueza, remuneração atrelada à criação de valor, dentre outros.

A fórmula do EVA, segundo Ehbar (1999, p. 2-3), é disposta da seguinte maneira:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{C\%}(\text{TC})$$

NOPAT – lucro operacional líquido após tributação

C% - custo operacioanl de capital

TC – capital total

### **Limitações do EVA**

Como todos os processos e modelos de gestão, existem sempre as vantagens e alguns limitadores, razão pela qual a cada pesquisa científica existe uma contribuição de aperfeiçoamento ou criação de modelos. Não é diferente com o EVA, tanto que Nascimento (1998, p. 189-190) classifica as vantagens e limitações do EVA® da seguinte forma:

a) vantagens:

- capacidade de conscientizar rapidamente o gestor sobre as expectativas do investidor em relação a sua atuação; e
- simplicidade de compreensão;

b) limitações:

- apesar de reconhecer a inadequação dos resultados contábeis tradicionais para a mensuração do valor do empreendimento, o modelo limita-se a ajustá-lo globalmente, ao invés de tratar as informações à medida em que ocorrem os eventos; e
- a base de resultados globais da empresa impede a identificação da contribuição gerada por área.

Essas críticas são aplicáveis às versões mais simplificadas do EVA®, já para as versões mais sofisticadas não são pertinentes.

Em suma, o EVA é uma ferramenta para saber se a gestão está gerando valor para o acionista. Pensar que ele é um simples instrumento para calcular números não é a essência da ferramenta. Dessa forma, a intenção é usar o EVA como uma ferramenta comportamental para alterar a utilização do capital e outros incentivos, em vez de somente utilizá-lo como uma ferramenta de análise financeira.

### **3.6.2 MVA ® (Market Value Added)**

Um EVA individual não captura a percepção dos investidores quanto à habilidade da gestão em gerar EVAs positivos em anos futuros. Afinal, é o valor presente dos EVAs futuros que determinará o valor de mercado de uma empresa. Por este motivo, é necessária uma

medida adicional para entender como os mercados estão avaliando a estratégia de uma empresa em gerar futuros EVAs. Esta medida é o valor de mercado agregado (MVA).

O Market Value Added (Valor de Mercado Agregado) é um indicador de desempenho que reflete resumidamente o quanto a empresa vale a mais ao que gastaria para repor todos os seus ativos a preços de mercado.

O MVA® também é uma marca registrada de propriedade Stern & Stewart.

Consoante Ehrbar (1999), “o MVA® é o montante acumulado pelo qual a empresa valorizou ou desvalorizou, a riqueza dos acionistas”.

Conforme Kassai, Kassai e Santos (1999), “o MVA® é interpretado como a diferença entre o valor da empresa, menos o valor de seus investimentos, a preços de mercado. É aquela parcela adicional, aquele “algo mais, normalmente de difícil mensuração, e também conhecido como goodwill.”

De certo modo, a fórmula matemática parece simples, mas as duas variáveis podem gerar confusões. O valor de mercado, na concepção de Ehrbar (1999, p.35), está associado às origens de recursos do empreendimento, ou seja, “tanto as ações quanto o endividamento”.

Assim, o valor de mercado é a soma do valor de mercado do capital próprio com o valor de mercado do endividamento.

Já no tocante a valor de mercado, Lopo et al. (2001, p. 251) relata uma interpretação sobre Ehrbar:

Assim, interpretamos que, para esse autor, o custo do capital total consiste no valor contábil (entenda-se, avaliado pelo custo histórico) do ativo total ajustado pelos itens do EVA®, tornando-o mais próximo (ou menos distante) de uma soma dos valores “econômicos” dos recursos mantidos pela empresa. (LOPO et al., 2001, p.251).

Verifica-se que o indicador EVA representa o passado, o MVA está voltado para o futuro. Nesse sentido, há uma relação entre os dois, considerando que não há futuro se não houver passado. Ehrbar (1999) estabelece a relação entre ambos:

O EVA é a medida de desempenho mais diretamente ligada ao MVA [...] o MVA de uma empresa é o valor presente do montante pelo qual investidores esperam que os lucros futuros excedam ou fiquem aquém do custo de capital. Em outras palavras, o ‘lucro’ que determina o MVA é o lucro econômico, ou lucro operacional, menos o custo de capital. Isto é EVA. (EHRBAR, 1999, p. 59).

Nessa perspectiva, a administração permanente do empreendimento, que busca a elevação do EVA®, se bem sucedida, acarreta aumentos do MVA®, na riqueza do acionista. Como já sugerido anteriormente, o MVA representa a avaliação de mercado dos EVAs futuros, em oposição a um único EVA histórico.

A fórmula do MVA, segundo Ehrbar (1999, p. 36), é disposta da seguinte maneira:

$$\text{MVA} = \text{valor de mercado} - \text{capital total}$$

Valor de mercado – somatório do valor de mercado das dívidas da empresa junto a credores (*debt*) e acionistas (*equity*).

Capital total – volume de recursos incorporado à empresa pelos provedores de capital na mesma data.

A principal limitação do MVA, segundo Young e O’Byrne (2004, p. 40), incide no fato dele não considerar o custo de oportunidade do capital investido na empresa.

### **3.6.3 CFROI (Cash Flow Return of Investments)**

O retorno de investimento base caixa, segundo Martin e Petty (2004, p. 125), representa uma medida econômica do desempenho de uma empresa e, como tal, busca capturar as taxas de retorno médias básicas, implícitas nos projetos de investimento da empresa.

O CFROI, para Young e O’Byrne (2003, p. 331), consiste no mais importante competidor do EVA, na guerra das métricas. Foi criado pela empresa de consultoria HOLT Value Associates, sediada em Chicago. O CFROI é utilizado por várias empresas de consultorias, incluindo a Boston Consulting Group (BCG), Price Waterhouse Coopers, Deloitte and Touche, dentre outras.

Young e O’Byrne (2003) efetuam algumas considerações sobre o CFROI:

Como se depreende no próprio termo, o CFROI é uma taxa de retorno; ela não é expressa em termos monetários, como o EVA. O CFROI compara os fluxos de caixa pós-imposto de renda, ajustados pela inflação, disponíveis para os investidores da empresa, com os investimentos brutos, ajustados pela inflação, feitos por esses investidores. Esse indicador dinheiro que entra sobre dinheiro que sai é então convertido em uma taxa de retorno por meio da estimativa da vida econômica dos ativos depreciáveis da empresa e de um valor residual baseado nos ativos não-depreciáveis. (YOUNG; O'BYRNE, 2003, p. 332).

Lopo et al. (2001, p. 257) afirma que o formato do CFROI é similar ao da taxa interna de retorno (TIR). A métrica é determinada pela conversão de dados de probabilidades em fluxos de caixa bruto.

O CFROI é calculado em uma base anual e é comparado ao custo do capital corrigido pela inflação, para determinar se a empresa obteve retornos maiores que seu custo de capital. Portanto, pode-se dizer que o CFROI possui grandes similaridades com o EVA, pois ambos assumem que a gestão cria valor pela geração de retornos sobre o capital investido, que sejam superiores ao custo do capital.

O cálculo do CFROI, na concepção de Martin e Petty (2004, p. 125-126), envolve cinco etapas:

- a) estimar a vida econômica média dos ativos da empresa;
- b) calcular os fluxos de caixa brutos anuais ajustados pela inflação, que se espera receber ao longo da vida dos ativos da empresa;
- c) calcular o investimento total bruto da empresa ajustado pela inflação e, para a abordagem de períodos múltiplos, dividir o investimento bruto entre ativos depreciáveis e não depreciáveis;
- d) projetar o valor terminal da empresa ajustado pela inflação, que é igual aos ativos não depreciáveis na forma de terrenos e capital de giro; e
- e) determinar o CFROI, ou pelo método do período múltiplo (IRR) ou utilizando um cálculo de período único.

A fórmula, segundo Martin e Petty (2004, p. 126), é disposta da seguinte maneira:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Fluxo caixa ano 1}}{(1 + \text{CFROI})^1} + \frac{\text{Fluxo caixa ano 2}}{(1 + \text{CFROI})^2} + \dots + \frac{\text{Fluxo caixa ano N}}{(1 + \text{CFROI})^N} + \frac{\text{Valor terminal}}{(1 + \text{CFROI})^N}$$

Martin e Petty (2004, p. 128) alertam que uma das deficiências do CFROI, segundo a BCG, é a complexidade da abordagem. Isso porque a abordagem IRR pode parecer simples, mas em empresas reais, o nível de sofisticação se torna substancial. Outra limitação apontada pelos autores consiste na questão: a utilização da metodologia IRR não funciona para empresas que esperam obter fluxos de caixa negativos.

### **3.6.4 Fluxo de Caixa Descontado**

Uma das premissas para realização do Fluxo de Caixa descontado refere-se às bases da análise fundamentalista (já amplamente discutida). Entre estas bases estão: (a) a análise do cenário da economia; (b) a análise setorial, na qual a empresa está inserida; e (c) a análise das demonstrações financeiras da empresa.

Após a concretização desse passo, pode ser estabelecida a projeção dos caixas futuros da organização. Deve-se frisar que a projeção não é adivinhação, mas deve, sobretudo, ser fundamentada nas informações que compõem os ambientes próximos e remotos.

Um fator importante para a realização deste indicador é definir, por meio da análise, qual a taxa de juros a ser aplicada.

Após as considerações até aqui efetuadas, torna-se relevante destacar que o fluxo de caixa descontado é compatível ao VPL (valor presente líquido), no qual os fluxos futuros da organização são trazidos para uma determinada data, onde os valores são passíveis de comparação.

Já o fluxo de caixa, para Lopo et al. (2001, p. 275), “é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento”.

É patente a qualidade do fluxo de caixa na rotina das empresas, mas por que o fluxo de caixa é relevante na VBM? O fluxo de caixa estima o valor da empresa, por representar o caixa disponível, tanto para pagar os acionistas, quanto os detentores de títulos de dívida. Uma vez que o fluxo de caixa tem previsões anuais, são descontados ao custo de capital ou média ponderada dos custos da dívida e capital próprio, para se chegar ao fluxo de caixa descontado.

Se for voltado para o acionista, a concepção dada por Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 57) torna-se pertinente: “o valor para o acionista no mercado de capitais é a principal medida-resultado do desempenho da companhia. O valor para o acionista acompanha o valor intrínseco da empresa com base em seus fluxos de caixa descontados”.

Em contrapartida, Martin e Petty (2004, p. 197-200), baseados em pesquisa realizada em cinquenta e uma transações altamente alavancadas (grandes “management buyouts”), ocorridas entre 1983 e 1989, afirmam: o método de direcionadores de fluxo de caixa descontados funciona, razoavelmente, bem na previsão dos valores reais à transação. As estimativas desses direcionadores, no entanto, diferem dos valores de transação por uma média de erro de aproximadamente 20%. Nesse sentido, não há precisão nem no método de direcionadores de fluxo de caixa descontado nem no comportamento do mercado de capitais.

### **Limitações do Fluxo de Caixa Descontado e CFROI**

A ênfase exagerada nos aspectos econômico-financeiros consiste em uma limitação do fluxo de caixa descontado (FCD) e CFROI, o que se torna mais evidente quando estes são utilizados no modelo de gestão baseado no valor. Uma cultura baseada no valor, segundo Copeland, Koller e Murrin, 2002, p. 91, vai além de, apenas, um objetivo financeiro isolado, visto que a adoção de metas complementares não-financeiras (satisfação do cliente, dos empregados, inovação de produtos etc.) são fundamentais para a completeza do modelo.

Silva, P. R. (2001, p. 154) refere-se a uma limitação do FCD usado como auxílio na GBV: é a sua suposta dificuldade de mensurar o desempenho. Stewart (1999) corrobora com este autor:

Embora o fluxo de caixa possa ser importante como uma medida de valor, ele é virtualmente inútil como uma medida de performance. Ao longo do tempo em que a administração investe em projetos compensadores – aqueles com retornos acima do custo de capital – quanto mais investimento é efetuado, e por isso mais negativo se torna o fluxo de caixa líquido imediato das operações, mais valiosas será a companhia. Somente quanto ele é considerado sobre toda a vida do empreendimento, e não num dado ano esse fluxo de caixa torna-se relevante.” (STEWART, 1999, p. 3).

A visão de curto do prazo do FCD e CFROI é deficiente, tendo em vista que esse é eficiente somente na medida da criação de valor por um empreendimento, desde que se considere toda a sua existência. Uma solução, talvez, para esse problema, é dada por Silva, P.

R. (2001, p. 155), que sugere uma combinação com outros conceitos como, por exemplo: o lucro (ou resultado) econômico.

Outra limitação apontada por Silva, P. R. (2001) contempla o atendimento aos conceitos da objetividade e a prudência por parte do indicador:

Outra limitação que merece menção consiste no atendimento dos conceitos da objetividade e da prudência. Embora Rappaport (1998, p. 15) tenha afirmado que “(...) caixa é um fato, lucro é uma opinião”, o FCD fundamenta-se na quantificação de expectativas de vários agentes sócio-econômicos, a partir de toda sorte de opiniões sobre o futuro comportamento de inúmeros fatores, tais como: inflação, crescimento econômico, taxa de juros, câmbio, regulamentação que os principais investidores que atuam no mercado de capitais norte-americano estão dispostos a abrir mão da objetividade e da prudência, em prol da mensuração da criação de valor. (SILVA, P. R. 2001, p. 155).

## 4 METODOLOGIA APLICADA À PESQUISA

### 4.1 Método e técnicas de pesquisa

O procedimento adotado, para coleta de dados, foi aplicação de questionário a vários sujeitos, mais especificamente, às empresas inseridas no Novo Mercado da Bovespa (Apêndice A). O questionário foi enviado nos dias 15, 22, 24, 30 e 31 de março e dias 02 e 28 de abril de 2006 (Apêndice B); e respondidos entre os dias 30 de março e 07 de julho de 2006 (Apêndice C). O nome das empresas será preservado a pedido dos respondentes da pesquisa.

O respondente do questionário foi o controller da empresa. Profissional mais qualificado a responder à pesquisa, tendo em vista que o envolvimento do profissional de controladoria no processo de GBV é mais íntimo em relação a outros. A partir do momento em que fica patente a importância da participação de todos os colaboradores da empresa no processo do GBV, com determinado treinamento, a Controladoria deve primar por seu papel fundamental no processo. Não apenas por ser mais uma área envolvida, mas aquela que:

- a) apresenta o Fluxo de Caixa Descontado, o EVA e a MVA, com os devidos ajustes;
- b) apura o custo de capital;
- c) decide quando um ajuste deve ser feito, de acordo com sua relevância;
- d) participa da escolha dos *value drives*;
- e) comanda de modo sustentável a sua equipe no processo do VBM;
- f) assegura a otimização do resultado econômico da organização;
- g) induz os gestores no processo; e
- h) participa do processo de gestão de forma geral.

Almeida, Parisi e Pereira (2001, p. 349-351) colaboram quando apresentam a Controladoria como possuidora de diversas funções, ligadas a um conjunto de objetivos que viabilizam o processo de gestão econômica, são elas:

- a) subsidiar o processo de gestão;
- b) apoiar a avaliação de desempenho;
- c) apoiar a avaliação de resultado;
- d) gerir os sistemas de informações; e
- e) atender aos agentes de mercado.

Já Padoveze (2005, p. 39) afirma que “a Controladoria tem uma missão e atribuições específicas que implicam num comportamento pro ativo e profundamente responsável e influenciador no desempenho do negócio”.

## 4.2 Questionário

Para Lakatos e Marconi (2001, p 107), as técnicas de coleta de dados se dividem em duas grandes partes: *documentação indireta* e *documentação direta*. Essa última conta com diversos tipos de instrumentos, tais como: entrevistas, testes, questionários etc.

O questionário, para Oliveira (2003):

[...] constitui-se de uma série ordenada de perguntas relacionadas a um tema central, que são respondidas sem a presença do entrevistador. ‘É uma das formas mais utilizadas para obtenção de dados, por permitir mensuração mais exata’. (OLIVEIRA, 2003, p. 71).

O questionário aplicado (apêndice b) apresenta 20 questões, sendo as cinco primeiras sobre os dados básicos da empresa e as outras quinze sobre as práticas mais indicadas da gestão baseada em valor, segundo a teoria. As quinze práticas abordadas no questionário foram extraídas da teoria indicada na terceira parte desta Dissertação.

A partir da questão 6, o questionário está centrado na situação da empresa sobre a prática de GBV, ou seja, se adota a prática, se a adota parcialmente ou não a adota; e se a empresa: (a) concorda totalmente; (b) concorda; (c) é indiferente; (d) discorda; ou (e) discorda totalmente das práticas de GBV apontadas pela teoria.

O presente questionário apresenta três objetivos: (a) conhecer dados básicos da empresa pesquisada, nas questões de um a cinco; (b) conhecer o alinhamento da empresa em relação às práticas mais indicadas de GBV, nas demais questões; e (c) verificar a importância dada, pelas empresas que adotam o modelo, às práticas mais indicadas segundo a teoria. Para melhor compreensão do instrumento de pesquisa, seguem considerações pertinentes sobre: (a) questões; (b) objetivos; (c) conceitos; e (d) autores que defendem as práticas mais indicadas de GBV.

#### Questão 4

Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores.

**Objetivo:** conhecer quais as métricas utilizadas para mensuração do desempenho do modelo.

**Conceito:** os indicadores consistem num conjunto de ferramentas de gestão, utilizado para facilitar o gerenciamento das operações numa empresa, de maneira a realçar o valor para o acionista. Todos se apóiam na teoria básica, que sustenta o uso dos métodos tradicionais de fluxo de caixa descontado, na avaliação de novas oportunidades de investimento.

**Autores:** Martin e Petty (2004).

#### Questão 6

A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

**Objetivo:** verificar se a GBV está inserida no planejamento estratégico da organização.

**Conceito:** o modelo de gestão baseada em valor deve estar no planejamento estratégico da empresa, ou seja, deve haver aceitação do modelo por parte dos gestores; e os

mesmos devem entender os conceitos que sustentam a criação de valor. Pois, simplesmente, aceitar o modelo, na certeza de que a riqueza virá sem nenhuma ação da empresa, é ilusão.

**Autores:** Young e O'Byrne (2003).

#### Questão 7

Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

**Objetivo:** verificar a importância atribuída ao modelo por parte dos gestores.

**Conceito:** O comprometimento do CEO (*chief executive officer*) é, na maioria dos casos, isoladamente o fator mais importante para o sucesso da GBV.

**Autor:** Rappaport (2001).

#### Questão 8

O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

**Objetivo:** verificar se o operacional está em sintonia com o departamento de finanças.

**Conceito:** A administração baseada no valor requer uma mudança profunda nas crenças dos profissionais de finanças. Eles deixam de ser apenas os que distribuem os recursos ou aqueles que obrigam o controle de operações, embora eles continuem a ter importantes responsabilidades de controle. Devem tornar-se parceiros de seus colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

**Autores:** Young e O'Byrne (2003, p. 86).

### Questão 9

Os executivos e empregados devem entender quais os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

**Objetivo:** verificar se há, por parte de todos colaboradores da organização, entendimento do modelo.

**Conceito:** para uma empresa obter sucesso em modelo de GBV, são necessários três elementos-chave:

- o modelo deve ter total e completo apoio dos executivos de cúpula da empresa;
  - a remuneração e comportamento devem possuir algum elo; e
- a) os empregados devem entender o sistema GBV, para que ele seja eficiente na transformação do comportamento. Assim, a educação e o treinamento são absolutamente essenciais para o sucesso de qualquer modelo de GBV.

**Autores:** Martin e Petty (2004, p. 10).

### Questão 10

A organização deve pregar que: a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

**Objetivo:** verificar se há responsabilidade individual de cada colaborador.

**Conceito:** A criação de valor também é de responsabilidade de cada funcionário, não, apenas, de altos executivos e de especialistas em finanças (...) a real criação de valor permanece com os gerentes operacionais e seus empregados.

**Autores:** Young e O'Byrne (2003, p. 86).

### Questão 11

A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

**Objetivo:** verificar se há preocupação da remuneração, atrelada à geração de valor.

**Conceito:** Construir a sensação de posse (*building ownership*): deve haver um reforço no treinamento, implantando um sistema de remuneração que esteja amarrado com a criação de valor do modelo. Isso dá aos colaboradores uma sensação de ter “comprado” a empresa e o modelo.

**Autores:** Haspeslagh, Noda e Boulos (2001).

### Questão 12

Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

**Objetivo:** verificar o aprofundamento da prática de remuneração atrelada à riqueza, quer dizer, verificar as variações em relação à meta.

**Conceito:** devem ser tomadas decisões sobre a sensibilidade que os bônus EVA terão em relação ao desempenho abaixo ou acima das metas.

**Autores:** Young e O’Byrne (2003, p. 90).

### Questão 13

Deve haver um modelo de treinamento que atraia o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

**Objetivo:** verificar se há treinamento dos empregados, de forma ampla.

**Conceito:** é necessário realizar sessões de treinamento em GBV que demonstrem as vantagens do valor ao acionista, buscando aplicações práticas para que os participantes possam usar imediatamente após o treinamento. O treinamento deve ser dividido em dois grupos: um, para os que necessitam de conhecimento genérico do valor ao acionista; e,

outro, para os que necessitam de competência técnica. Seguem abaixo os pontos essenciais em modelos de treinamento em GBV.

b) Casos para adotar o valor ao acionista:

- ❖ exemplos de decisões tomadas de modos diferentes;
  - ❖ necessidades por maior eficiência de capital;
  - ❖ benefícios de medir e monitorar o valor e a criação de valor; e
  - ❖ benefícios de aumentar o foco nos direcionadores de valor.
- Fundamentos da criação de valor:
    - ❖ mensurar o valor;
    - ❖ mensurar a criação de valor; e
    - ❖ definir o papel da análise de valor.
  - Análise / exercício de um caso de cálculo de valor:
    - ❖ aplicação de uma perspectiva de valor;
    - ❖ aplicações às decisões operacionais do dia-a-dia/o papel dos direcionadores de valor;
    - ❖ aplicações ao planejamento estratégico; e
    - ❖ mensuração de desempenho e incentivos à gestão.
  - Estudos de casos da aplicação do valor ao acionista
  - Calibrando o risco em decisões de investimento:
    - ❖ distinguindo entre tipos de risco;
    - ❖ estimando as necessidades de retorno (custo de capital);
    - ❖ aplicando as análises de sensibilidade, cenário e simulação; e
    - ❖ comunicando a análise de risco.
  - Exercício de avaliação de risco:
    - ❖ identificando as estratégias criadoras de valor;
    - ❖ obtendo uma visão geral do planejamento estratégico;

- ❖ identificando fontes de vantagem competitiva; e
- ❖ ligando a vantagem competitiva à criação de valor.

**Autor:** Rappaport (2001, p. 202).

#### Questão 14

As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

**Objetivo:** verificar se há independência das unidades de negócio.

**Conceito:** Autonomia às unidades de negócio (*empowering business units*): essa prática consiste em fornecer autonomia aos colaboradores, para decidirem sobre a criação de valor como, por exemplo, elaboração de orçamentos operacionais e decisão sobre eles.

Em contraparte, segundo Silva, P. R. (2001), essa prática aponta para uma limitação do modelo, tendo em vista que existem limitações para incentivar os gestores das divisões e unidades de negócio à maximização dos interesses dos acionistas, posto que: (a) geralmente, eles não possuem uma parcela significativa de sua riqueza aplicada nas ações da companhia; e (b) a sua performance não pode ser diretamente associada ao preço de mercado da ação.

**Autores:** Haspeslagh, Noda e Boulos (2001); Silva, P. R. (2001).

#### Questão 15

A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

**Objetivo:** verificar se há elaboração de orçamentos operacionais.

**Conceito:** Autonomia às unidades de negócio (*empowering business units*): essa prática consiste em fornecer autonomia aos colaboradores, para decidirem sobre a criação de valor como, por exemplo, elaboração de orçamentos operacionais e decisão sobre eles.

**Autores:** Haspeslagh, Noda e Boulos (2001).

### Questão 16

Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

**Objetivo:** verificar se há comunicação sobre desempenho e perspectivas.

**Conceito:** quatro práticas essenciais para o sucesso da GBV:

- a) as unidades de negócios devem ser autônomas, pois as empresas que trabalham com unidades autônomas têm maiores benefícios com o modelo, do que as que trabalham com uma grande unidade de negócios;
- b) a organização deve elaborar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor;
- c) a comunicação interna deve dar-se de forma intensa sobre resultados, planos e metas, pois o comprometimento dos colaboradores depende disso também; e
- d) uma comunicação externa, sobre a criação de valor, deve existir com o mercado de capitais.

**Autores:** Young e O'Byrne (2003).

### Questão 17

Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

**Objetivo:** verificar se há comunicação sobre desempenho e perspectivas.

**Conceito:** quatro práticas essenciais para o sucesso da GBV:

- a) as unidades de negócios devem ser autônomas, pois as empresas que trabalham com unidades autônomas têm maiores benefícios com o modelo, do que as que trabalham com uma grande unidade de negócios;
- b) a organização deve elaborar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor;

- c) a comunicação interna deve dar-se de forma intensa sobre resultados, planos e metas, pois o comprometimento dos colaboradores depende disso também;
- d) uma comunicação externa, sobre a criação de valor, deve existir com o mercado de capitais.

**Autores:** Young e O'Byrne (2003).

#### Questão 18

Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

**Objetivo:** verificar se a empresa planeja seu crescimento com plano de metas e bônus.

**Conceito:** ao determinar um plano de metas de riqueza a ser gerado no longo prazo, há um comprometimento da equipe, tendo em vista que a remuneração está atrelada à geração de riqueza; e há o interesse do investidor, pois o valor da ação no futuro leva em consideração a quantidade de riqueza que a empresa tende a gerar no longo prazo.

**Autores:** Young e O'Byrne (2003) e Rappaport (2001).

#### Questão 19

A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

**Objetivo:** identificar a utilização das práticas de GBV nos investimentos da empresa.

**Conceito:** o investimento convencional compreende dois direcionadores essenciais: investimentos em capital de giro e ativos permanentes. A utilização de métricas de GBV nos investimentos, por meio de direcionadores de valor, é fundamental para a completeza do processo de geração de riqueza.

**Autores:** Rappaport (2001).

### Questão 20

O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

**Objetivo:** identificar se o custo de capital é definido por meio de uma estrutura de capital ideal.

**Conceito:** o norteador último do valor é uma profunda visão corporativa que identifique uma vantagem competitiva diferenciada para a empresa e que possibilite que os retornos dos ativos excedam o custo do capital, independentemente de onde este se origine. Tal vantagem competitiva deve não apenas ser identificada, mas as estratégias, os sistemas e os processos também devem ser postos em operação para criar e sustentar essa vantagem. É desse esforço que emerge a real geração de valor.

**Autores:** Young e O'Byrne (2003, p. 180).

### **4.3 População e amostra**

No que se refere à amostra de pesquisados, Lakatos e Marconi (2001, p 108) define que existem dois tipos de amostragem: não probabilista e probabilista.

A primeira caracteriza-se pelo não emprego de procedimentos aleatórios de seleção, não podendo ser objeto de certos tipos de tratamento estatístico. A segunda é estabelecida pela escolha aleatória dos pesquisados, em que a seleção se faz de forma que cada um deles tenha a mesma probabilidade de ser escolhido.

Sendo assim, esta pesquisa apresenta-se como amostral e possui caráter probabilístico, por utilizar mecanismos aleatórios de seleção, manifestados através da adesão espontânea das pesquisadas ao pedido de participação.

A população ou universo desta pesquisa é composto por todas as empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e empresas inseridas no Novo Mercado da Bovespa. Como este mercado é muito dinâmico, ou seja, as empresas entram e mudam de níveis, foi traçada uma data início da pesquisa, a fim de delinear a

relevância da amostra. No dia 07 de março de 2006, as seguintes empresas estavam listadas nos nível 1, 2 e Novo Mercado:

**TABELA 2 – Empresas Listadas nos Níveis de Governança Corporativa 1, 2 e Novo Mercado da BOVESPA**

**NÍVEL 1:**

<u>Razão Social</u>	<u>Nome de Pregão</u>
<u>ARACRUZ CELULOSE S.A.</u>	<u>ARACRUZ</u>
<u>ARCELOR BRASIL S.A.</u>	<u>ARCELOR BR</u>
<u>BCO BRADESCO S.A.</u>	<u>BRADESCO</u>
<u>BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A.</u>	<u>ITAUBANCO</u>
<u>BRADESPAR S.A.</u>	<u>BRADESPAR</u>
<u>BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.</u>	<u>BRASIL T PAR</u>
<u>BRASIL TELECOM S.A.</u>	<u>BRASIL TELEC</u>
<u>BRASKEM S.A.</u>	<u>BRASKEM</u>
<u>CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO</u>	<u>P.ACUCAR-CBD</u>
<u>CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG</u>	<u>CEMIG</u>
<u>CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA</u>	<u>CEDRO</u>
<u>CIA HERING</u>	<u>CIA HERING</u>
<u>CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA</u>	<u>TRAN PAULIST</u>
<u>CIA VALE DO RIO DOCE</u>	<u>VALE R DOCE</u>
<u>CONFAB INDUSTRIAL S.A.</u>	<u>CONFAB</u>
<u>DURATEX S.A.</u>	<u>DURATEX</u>
<u>FRAS-LE S.A.</u>	<u>FRAS-LE</u>
<u>GERDAU S.A.</u>	<u>GERDAU</u>
<u>IOCHPE MAXION S.A.</u>	<u>IOCHP-MAXION</u>
<u>ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.</u>	<u>ITAUSA</u>
<u>KLABIN S.A.</u>	<u>KLABIN S/A</u>
<u>MANGELS INDUSTRIAL S.A.</u>	<u>MANGELS INDL</u>
<u>METALURGICA GERDAU S.A.</u>	<u>GERDAU MET</u>
<u>PERDIGAO S.A.</u>	<u>PERDIGAO S/A</u>
<u>RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES</u>	<u>RANDON PART</u>
<u>RIPASA S.A. CELULOSE E PAPEL</u>	<u>RIPASA</u>
<u>S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR</u>	<u>VIGOR</u>
<u>SADIA S.A.</u>	<u>SADIA S/A</u>
<u>SAO PAULO ALPARGATAS S.A.</u>	<u>ALPARGATAS</u>
<u>SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE S.A.</u>	<u>SUZANO PAPEL</u>
<u>ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.</u>	<u>ULTRAPAR</u>
<u>UNIBANCO HOLDINGS S.A.</u>	<u>UNIBANCO HLD</u>
<u>UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A.</u>	<u>UNIBANCO</u>
<u>UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.</u>	<u>UNIPAR</u>
<u>VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.</u>	<u>V C P</u>
<u>WEG S.A.</u>	<u>WEG</u>

**NÍVEL 2:**

<b>Razão Social</b>	<b>Nome de Pregão</b>
<u>ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.</u>	<u>ALL AMER LAT</u>
<u>CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.</u>	<u>CELESC</u>
<u>ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.</u>	<u>ELETROPAULO</u>
<u>ETERNIT S.A.</u>	<u>ETERNIT</u>
<u>GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.</u>	<u>GOL</u>
<u>MARCOPOLO S.A.</u>	<u>MARCOPOLO</u>
<u>NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.</u>	<u>NET</u>
<u>SUZANO PETROQUIMICA S.A.</u>	<u>SUZANO PETR</u>
<u>TAM S.A.</u>	<u>TAM S/A</u>
<u>UNIVERSO ONLINE S.A.</u>	<u>UOL</u>
<u>VIVAX S.A.</u>	<u>VIVAX</u>

**NOVO MERCADO:**

<b>Razão Social</b>	<b>Nome de Pregão</b>
<u>BCO NOSSA CAIXA S.A.</u>	<u>NOSSA CAIXA</u>
<u>CIA CONCESSOES RODOVIARIAS</u>	<u>CCR RODOVIAS</u>
<u>CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO</u>	<u>SABESP</u>
<u>CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG</u>	<u>COPASA</u>
<u>COMPANY S.A.</u>	<u>COMPANY</u>
<u>COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO</u>	<u>COSAN</u>
<u>CPFL ENERGIA S.A.</u>	<u>CPFL ENERGIA</u>
<u>CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART</u>	<u>CYRELA REALT</u>
<u>DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.</u>	<u>DASA</u>
<u>EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.</u>	<u>ENERGIAS BR</u>
<u>GAFISA S.A.</u>	<u>GAFISA</u>
<u>GRENDENE S.A.</u>	<u>GRENDENE</u>
<u>LIGHT S.A.</u>	<u>LIGHT S/A</u>
<u>LOCALIZA RENT A CAR S.A.</u>	<u>LOCALIZA</u>
<u>LOJAS RENNER S.A.</u>	<u>LOJAS RENNER</u>
<u>NATURA COSMETICOS S.A.</u>	<u>NATURA</u>
<u>OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.</u>	<u>OHL BRASIL</u>
<u>PORTO SEGURO S.A.</u>	<u>PORTO SEGURO</u>
<u>RENAR MACAS S.A.</u>	<u>RENAR</u>
<u>ROSSI RESIDENCIAL S.A.</u>	<u>ROSSI RESID</u>
<u>SUBMARINO S.A.</u>	<u>SUBMARINO</u>
<u>TRACTEBEL ENERGIA S.A.</u>	<u>TRACTEBEL</u>

Fonte: BOVESPA, março de 2006.

Nota-se que a população é de 69 empresas, compostas por 36 enquadradas como Nível 1; 11 como Nível 2; e 22 como Novo Mercado. Ao todo foram respondidos 22 questionários, dispostos da seguinte forma:

**TABELA 3 – Quantidade de questionários respondidos por Nível de Governança Corporativa**

	Quantidade de respostas	Empresas convidadas	% dos que responderam
NÍVEL 1	10	36	28%
NÍVEL 2	3	11	27%
NOVO MERCADO	9	22	41%
<b>TOTAL</b>	22	69	32%

Fonte: elaborado pelo autor

## 5 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

Efetuada a coleta de dados, esta pesquisa deteve-se na interpretação, para dar cumprimento aos objetivos propostos. Para tanto, valeu-se de um método de pesquisa que, para Richardson (1999, p. 22), configura-se como “/.../ o caminho ou a maneira para se chegar a determinado fim ou objetivo”.

Rememorando, o objetivo principal estabelecido foi: verificar os comportamentos das empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança e Novo Mercado da Bovespa frente às práticas de GBV. E os objetivos específicos foram: (a) verificar se essas empresas adotam as práticas mais indicadas de GBV, segundo a teoria; (b) verificar a importância dada, pelas empresas que adotam o modelo, às práticas mais indicadas, segundo a teoria; e (c) verificar se as empresas, que adotam o modelo, possuem ações mais valorizadas do que as demais.

Para dar início à análise, o **Quadro 4** apresenta o resumo das respostas dadas ao questionário. Os questionários respondidos encontram-se no Anexo:

Questões – dados básicos	Respostas
1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor ( <i>value based in management</i> )? Caso a empresa <b>não adote</b> , responda a partir da questão 6, apenas a primeira escala.	12 não – 10 sim
2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?	Período entre mar./99 a jan./06
3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?	Entre 26/01/01 a 16/11/2005
4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores.	3 – EVA + FCD 5 – EVA 1 – CFROI + CVA 1- EVA + CFROI + FCD
5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).	6 – mensal 2 – trimestral 1- anual 1- mensal e anual

<b>Questões – práticas mais indicadas de GBV</b>					
6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	15	7			
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	7		3		
7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	15	7			
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	7		3		
8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	14	8			
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	6		4		
9. Os executivos e empregados devem entender quais os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	14	7		1	
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	5		5		
10. A organização deve pregar que: a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	14	8			
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	3		6	1	

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	10	11		1	
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	3		6	1	
12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	10	11		1	
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	3		6	1	
13. Deve haver um modelo de treinamento que atraia o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	13	8		1	
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	5		4	1	
14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	5	11	3	3	
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	3		3	4	
15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	12	8		2	
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	5		4	1	
16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	15	7			
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	7		3		

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	11	5	3	3	
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	4		4	2	
18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	10	11		1	
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	4		5	1	
19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	7	7	5	1	1
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	4		2	4	
20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).	<b>Concorda Totalmente</b>	<b>Concorda</b>	<b>É indiferente</b>	<b>Discorda</b>	<b>Discorda Totalmente</b>
	6	9	3	3	1
	<b>Adota</b>		<b>Adota Parcialmente</b>	<b>Não adota</b>	
	5		1	4	

**QUADRO 4 – Respostas do questionário**

Fonte: elaborado pelo autor.

### **5.1 Verificar se as empresas adotam as práticas mais indicadas de GBV, segundo a teoria**

A pesquisa demonstrou que 45% das empresas pesquisadas adotam o modelo de GBV. E a adoção do modelo variou entre março de 1999 a janeiro de 2006. É certo que algumas empresas, quando abrem seu capital para o mercado de ações, muitas vezes, já adotam o modelo de GBV, o que não significa que, ao entrar nos Níveis Diferenciados de Governança ou Novo Mercado, ocorre opção pelo modelo. Segue **Tabela 4** com listagem das

empresas e respectivas datas de adoção ao modelo de GBV e ingresso nos Níveis Diferenciados de Governança e Novo Mercado da Bovespa:

**TABELA 4 – Data de Adoção do Modelo de GBV e Governança Corporativa**

<b>Empresa</b>	<b>GBV</b>	<b>Governança Corporativa</b>
Empresa 1	2000	18/11/05
Empresa 2	não preencheu	17/10/01
Empresa 3	out. 03	não preencheu
Empresa 4	out. 03	26/06/01
Empresa 5	nov. 05	27/06/02
Empresa 6	jun. 99	26/06/01
Empresa 7	jan. 00	03/09/02
Empresa 8	mar. 99	26/06/01
Empresa 9	jan. 03	10/12/02
Empresa 10	jan. 06	28/02/05

Fonte: elaborada pelo autor

Já em relação à data de ingresso nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa, segue **Tabela 5**:

**TABELA 5 – Data de ingresso nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa**

<b>Empresa</b>	<b>Governança Corporativa</b>
Empresa 11	23/05/05
Empresa 12	28/10/05
Empresa 13	22/11/04
Empresa 14	26/06/01
Empresa 15	13/07/05
Empresa 16	29/10/04
Empresa 17	16/11/05
Empresa 18	05/02/03
Empresa 19	16/04/02
Empresa 20	19/12/03
Empresa 21	13/12/02
Empresa 22	26/06/02

Fonte: elaborada pelo autor

Verificou-se uma concentração de opção nos anos de 1999 e 2000, isto pode ser explicado: na década em que a empresa passou a adotar o modelo muitas outras organizações optaram pela mesma escolha, segundo Thompson (2002):

*Over the past decade, many companies have adopted the principles of **value-based management** (VBM), an approach to business strategy that uses a measurement and reward system designed to encourage employees to focus their activities on the creation of shareholder **value**. Many consulting and **management** firms have devised their own methods of implementing VBM. (THOMPSON, 2002, p. 62, grifo do autor).*

Observa-se, no entanto, que as empresas pesquisadas, apesar de se comprometerem aos níveis diferenciados de governança corporativa, que tem como um dos seus objetivos a valorização do produto ação, não refletem preocupação de geração de renda ao acionista, tendo em vista a não adoção do modelo de GBV. Claro está, que, muitas vezes, a empresa não adota formalmente o modelo de GBV, mas adota práticas de geração de riqueza ao acionista. Em contraparte, a não adoção do modelo de GBV pode ser explicada pelos conceitos da teoria institucional que, segundo Selznick (1972), consiste no seguinte: a administração organizacional deve considerar padrões mais amplos de desenvolvimento institucional, do que apenas as relações interpessoais. Sendo preciso compreender, de forma mais profunda, aspectos sociais da organização, principalmente, no que se refere ao comportamento dos indivíduos e à percepção que eles têm de si próprios; e uns dos outros, para, então, entender o processo de tomada de decisão importante pela gerência administrativa. Isso significa dizer que, à medida que são tomadas decisões importantes, norteadas pelo caráter político, ocorre a transição da gerência administrativa, para a liderança institucional.

As empresas, em relação às práticas mais indicadas de GBV, possuem alinhamento total (47%), alinhamento parcial (39%) e não alinhamento (13%). Para melhor visualização, segue o **Quadro 5**, com o resumo do posicionamento das empresas em relação às práticas:

<b>EMPRESA</b>	<b>Adota</b>	<b>Parcial</b>	<b>Não Adota</b>	<b>TOTAL</b>
Empresa 1	13		2	15
Empresa 2	10	5		15
Empresa 3	11	2	2	15
Empresa 4	9	6		15
Empresa 5	8	6	1	15
Empresa 6	7	4	4	15
Empresa 7	6	5	4	15
Empresa 8	4	11		15
Empresa 9	3	9	3	15
Empresa 10		11	4	15
<b>TOTAL</b>	<b>71</b>	<b>59</b>	<b>20</b>	<b>150</b>
%	<b>47,33%</b>	<b>39,33%</b>	<b>13,33%</b>	

**QUADRO 5 – Resumo da adoção das práticas de GBV pelas empresas pesquisadas**

Fonte: elaborado pelo autor

O **Quadro 5** esclarece que as empresas ainda não possuem alinhamento total com as práticas de GBV. Assim sendo, o **Quadro 6** expõe os reflexos das práticas GBV, à luz da fundamentação teórica realizada pelos autores consultados.

<b>Práticas</b>	<b>Reflexos</b>
<b>Questão 6</b> A GBV inserida no planejamento estratégico da organização.	Esta prática faz com que toda organização esteja voltada para criação de valor, de maneira formal, ou seja, está expresso no planejamento estratégico da organização. (Young e O'byrne, 2003).
<b>Questão 7</b> Importância atribuída ao modelo por parte dos gestores.	Os gestores são os responsáveis pela manutenção do modelo de GBV, apesar de ser importante a autonomia, é necessário sempre um responsável. Com isso, o gestor acredita no modelo e vende essa idéia para todos os envolvidos no modelo. (Rappaport, 2001).
<b>Questão 8</b> Operacional em sintonia com o departamento de finanças.	A sintonia da empresa de modo geral traz benefícios às empresas. Focando apenas empresas que adotam a GBV, a sintonia do pessoal operacional com o departamento de finanças é crucial, para verificação da geração do valor na organização. Um operacional focado nos direcionadores de valor traz para a empresa informações relevantes para tomada de decisão. (Young e O'byrne, 2003).
<b>Questão 9</b> Entendimento do modelo por todos colaboradores da organização.	O entendimento do modelo por toda organização traz sintonia, sinergia e, principalmente, riqueza para organização, pois, se todos possuem foco na criação de valor; e se todas as forças caminham para o mesmo lado, a operacionalização do modelo é mais fácil. (Martin e Petty, 2004).
<b>Questão 10</b> Responsabilidade individual de cada colaborador.	A atribuição de responsabilidade individual traz sensação de posse e motiva o colaborador, principalmente, se seu desempenho estiver atrelado à remuneração. (Young e O'byrne 2003).

<p><b>Questão 11</b> <b>Preocupação da remuneração atrelada à geração de valor.</b></p>	<p>O colaborador com remuneração atrelada à geração de riqueza, torna-se mais pro ativo e motivado na organização. (Haspeslagh, Noda e Boulos, 2001).</p>
<p><b>Questão 12</b> <b>Variações em relação à meta.</b></p>	<p>O colaborador com remuneração atrelada à riqueza apresenta motivação e pro atividade. Sendo assim, se o mesmo não tiver bom desempenho; ou não conseguir atingir a meta, sua remuneração deve também ser atrelada a esse fator. Essa prática irá gerar compromisso e responsabilidade ao colaborador com a empresa. (Young e O'byrne, 2003).</p>
<p><b>Questão 13</b> <b>Treinamento dos empregados de forma ampla.</b></p>	<p>Uma equipe bem treinada, em qualquer modelo de gestão, é primordial para o sucesso. Se todos possuem um treinamento adequado, ou seja, enraizado em conceitos e práticas usuais, a empresa pode preocupar-se com outros problemas estratégicos, não com problemas operacionais que atrapalham o foco da organização. (Rapparport, 2001).</p>
<p><b>Questão 14</b> <b>Independência das unidades de negócio.</b></p>	<p>A não adoção dessa prática pode trazer para empresa: (a) concentração de responsabilidade, prejudicando o fluxo de informações; (b) engessamento de grandes idéias e modos de gerar riqueza para organização; (c) contraposição ao sistema de remuneração atrelado à riqueza, dado que, se não há responsabilidade sobre a geração de riqueza, a remuneração não pode ser atrelada à remuneração; (d) desmotivação do colaborador, por estar sendo excluído de decisões importantes para a organização; e (e) criação de desunião entre os colaboradores, prejudicando a sinergia entre departamentos. (Haspeslagh, Noda e Boulos, 2001).</p>
<p><b>Questão 15</b> <b>Elaboração de orçamentos operacionais.</b></p>	<p>A elaboração de orçamentos operacionais é positiva para encontrar onde é gerado e destruído o valor na empresa. Sendo assim, pode-se atribuir o ganho ou a perda aos departamentos e colaboradores envolvidos. (Haspeslagh, Noda e Boulos, 2001).</p>
<p><b>Questão 16 e 17</b> <b>Comunicação entre desempenho e perspectivas.</b></p>	<p>A comunicação é útil para manter toda organização informada e atenta para manutenção do modelo. Além, da importância para tomada de decisão, no sentido de agilidade e, até mesmo, da viabilidade da continuidade do modelo ou não. (Young e O'byrne, 2003).</p>
<p><b>Questão 18</b> <b>Plano de metas definido para próximos anos.</b></p>	<p>A definição do valor, a ser adicionado nos próximos exercícios, pode fortalecer a união da equipe e garantir perspectivas para os empregados que têm sua remuneração atrelada à geração de riqueza. Além de uma ferramenta financeira de gestão que pode ser utilizada na estratégia da empresa. (Young e O'byrne, 2003 e Rapparport,</p>

	2001).
<b>Questão 19</b> <b>Avaliação de investimentos utilizando métricas de GBV.</b>	Os investimentos da empresa (fixo ou circulante) devem ser analisados utilizando métricas de GBV, pois essas métricas utilizam o custo de capital, levando em consideração o custo de oportunidade. Sendo assim, a geração de riqueza deve ser analisada considerando o todo na organização. (Rappaport, 2001).
<b>Questão 20</b> <b>O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).</b>	A definição de estrutura de capital ideal é essencial para prestação de contas de geração de valor. O que indica que a estratégia, os processos e o sistema devem estar alinhados à geração de riqueza sempre considerando uma estrutura de capital ideal definido pela organização. (Young e O'byrne, 2003).

**QUADRO 6 – Análise das práticas das empresas pesquisadas**

Fonte: elaborado pelo autor

Entre os questionários respondidos, encontram-se entre as práticas menos adotadas, as de: (a) autonomia nas unidades de negócio; (b) avaliação de investimentos por meio de indicadores de GBV; e (c) definição do custo de capital levando em consideração a estrutura de capital ideal.

Sendo assim, essas práticas serão comentadas individualmente, destacando-se os reflexos da não adoção delas para a completeza do modelo na organização.

- Autonomia nas unidades de negócio: como demonstrado, a não adoção da prática de independência das unidades de negócio poderá afetar as seguintes práticas: (a) operacional em sintonia com o departamento de finanças: se as unidades de negócios não podem elaborar orçamentos operacionais, ou seja, conhecer os direcionadores de valor, não há sinergia entre ambos. (b) responsabilidade individual de cada colaborador: se não há autonomia, não há responsabilidade; (c) remuneração atrelada ao valor e variação em relação à meta: se não há responsabilidade, a remuneração não pode ser atrelada à geração de riqueza. Se não existir variação em relação à meta, por não ter havido orçamentos operacionais no setor, não se saberá quanto de riqueza foi gerado; (d) elaboração de orçamentos operacionais: a elaboração do orçamento fica centralizada no gestor ou em outro departamento.

Em contraparte, no artigo “What Exactly is a Practice” do The Bottongroup (2004), os autores indicam uma das limitações da GBV: consiste na estagnação do modelo na gerência sênior, o que pode explicar a não adoção dessa prática. Outro autor que corrobora com a afirmação é Silva, P. R. (2001, p. 93-94), apontando que a delegação de responsabilidade aos gerentes de área consiste em uma limitação da abordagem (3.5.2), pois, nesta área, há uma

grande concentração dos recursos da empresa; e, no incentivo a esses gerentes, para a maximização dos interesses dos acionistas, há sérias limitações. Nesta mesma vertente, fica claro no referencial teórico, as críticas pela não realização de orçamentos operacionais e a autonomia das unidades de negócios. No entanto, não há esclarecimentos de como deve ser confeccionado este orçamento e de que forma deve ser a concessão da autonomia nas unidades de negócio.

- Avaliação de investimentos por meio de indicadores de GBV: a não adoção desta prática faz com que o modelo perca o sentido, pois se todos os investimentos devem ser analisados, levando em consideração o custo do capital, os investimentos (fixo ou circulantes) devem ser observados utilizando indicadores de GBV. Silva, P. R. (2001, p. 125) corrobora com a afirmação, frisando que os indicadores de GBV devem utilizar os conceitos de custo de capital: “os indicadores de valor devem aplicar o conceito de custo de capital, tendo em vista o incentivo que ele fornece para o alinhamento entre os processos decisórios usados pelos gestores e pelos agente-econômicos que determinam o preço de mercado da ação.” Sendo assim, verifica-se que avaliação de investimentos, sem utilização das métricas de GBV, deixa o modelo incompleto, e acarreta conclusões errôneas de outros indicadores.

- Definição do custo de capital levando em consideração a estrutura de capital ideal: a não identificação dos processos, sistema e estratégia, que proporcione valor à organização, inviabiliza a definição de um custo de capital, que considere a estrutura de capital ideal da organização. Portanto, a não observação da geração do valor pode dificultar a definição do custo de capital, prejudicando outras práticas como: avaliação de investimentos, remuneração atrelada à geração de riqueza e orçamento operacional. Silva, P. R. (2001, p. 126) declara que o custo de capital deve ser observado, levando-se em consideração o mercado de capitais: “o custo de capital deve ser dimensionado pela empresa através da observação do mercado de capitais [...]. Logo, a identificação desse custo junto ao mercado é uma tarefa de extrema relevância para a gestão baseada no valor”.

Dentre as organizações pesquisadas, a análise das práticas revelou como ponto relevante: a “não adoção” ou a “adoção parcial” de algumas práticas causa uma grande falha no modelo de GBV. Embora as empresas possuam aderência de 47%, o modelo não está totalmente alinhado, posto que a “não adoção” de uma única prática pode prejudicar a utilização de outras práticas, levando em consideração as limitações do modelo e da pesquisa.

## 5.2 Verificar a importância dada, pelas empresas que adotam o modelo, às práticas mais indicadas, segundo a teoria

Para observar qual a importância dada às práticas de GBV pelas empresas, que adotam o modelo, foi utilizada a escala de Likert. As notas foram assim distribuídas: nota 5, para “concorda totalmente”; nota 4, para “concorda”; nota 3, para “é indiferente”; nota 2, para “discorda”; e nota 1, para “discorda totalmente”. Utilizando uma distribuição de frequência, foram obtidos os resultados que figuram nas **Tabelas 6 e 7**:

**TABELA 6 – Distribuição das Frequências**

Empresas	Questões - Práticas de GBV														
	q6	q7	q8	q9	q10	q11	Q12	q13	q14	q15	q16	q17	q18	q19	q20
Empresa 1	4	4	4	5	5	4	4	5	4	5	5	4	4	4	4
Empresa 2	5	4	4	4	4	4	4	4	3	4	4	4	4	3	3
Empresa 3	5	5	5	5	4	4	5	5	4	5	5	5	4	3	4
Empresa 4	5	5	5	4	5	4	5	4	4	5	5	5	5	4	4
Empresa 5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Empresa 6	5	5	5	5	5	5	5	5	4	4	5	3	4	5	4
Empresa 7	4	5	5	5	0	4	5	5	2	5	5	5	5	5	2
Empresa 8	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	1	1
Empresa 9	5	5	5	5	5	4	4	5	4	2	5	5	5	5	5
Empresa 10	5	5	5	5	5	5	4	5	3	5	5	5	4	4	2

Fonte: elaborado pelo autor

**TABELA 7 – Resultado da Distribuição de Frequência**

Atribuições	Frequência	Resultado %
1,00	3	2,00
2,00	4	2,67
3,00	6	4,00
4,00	44	29,33
5,00	93	62,00

Fonte: elaborada pelo autor

Verifica-se que 91,33% “concordam” ou “concordam totalmente” com as práticas de GBV, ou seja, dão importância às práticas. Pode ser comprovado que, segundo as empresas,

as práticas pregadas pela teoria como “boas práticas” podem ser consideradas desta forma. Apenas 4,67% “discordam” ou “discordam totalmente” das práticas pregadas teoricamente.

O resultado da pesquisa, no entanto, demonstrou que: as empresas, mesmo considerando importantes as práticas, nem sempre as adotam, tendo em vista que foi constatado somente 47% de alinhamento às boas práticas.

### 5.3 Verificar se as empresas, que adotam o modelo, possuem ações mais valorizadas do que as demais

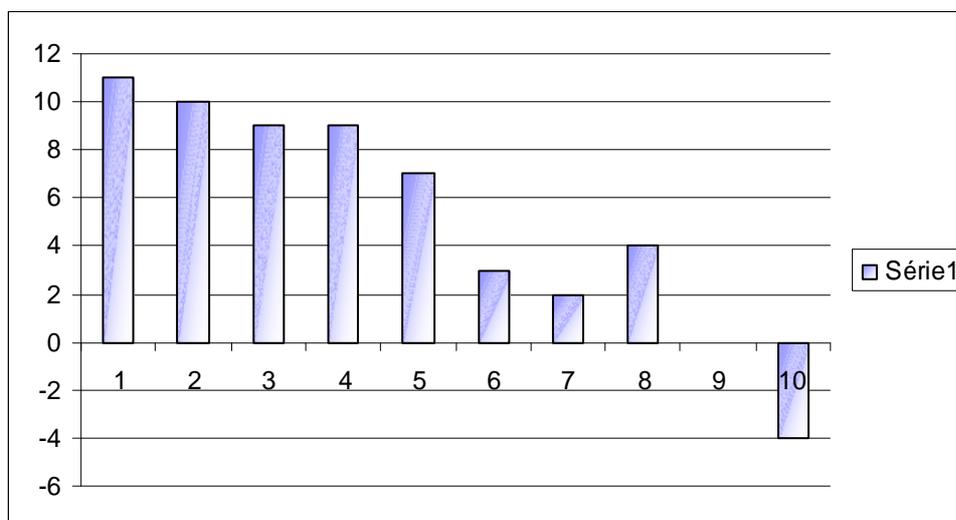
Para observar se as ações das empresas, que “adotam” o modelo, têm maior valorização do que as que “não adotam” ou as que “adotam parcialmente”, foi necessário estabelecer um ranking: (a) as que mais utilizam as práticas; (b) as que utilizam parte, e (c) as que não utilizam. A metodologia para elaborar esse ranking consistiu na atribuição de notas: nota 1, para cada prática “adota”; nota zero, para cada prática “adota parcialmente”; e nota -1, para cada prática “não adotada”. A nota zero foi atribuída, tendo em vista que a “adoção parcial” não consiste nem numa “adoção”, nem numa “não adoção”. Segue a **Tabela 8**, com o ranking elaborado:

**TABELA 8 – Ranking das Empresas em Relação à Adoção das Práticas de GBV**

<b>EMPRESA</b>	<b>Adota</b>	<b>Parcial</b>	<b>Não Adota</b>	<b>Pontuação</b>
Empresa 1	13		2	11
Empresa 2	10	5		10
Empresa 3	11	2	2	9
Empresa 4	9	6		9
Empresa 5	8	6	1	7
Empresa 6	7	4	4	3
Empresa 7	6	5	4	2
Empresa 8	4	11		4
Empresa 9	3	9	3	0
Empresa 10		11	4	-4

Fonte: elaborada pelo autor

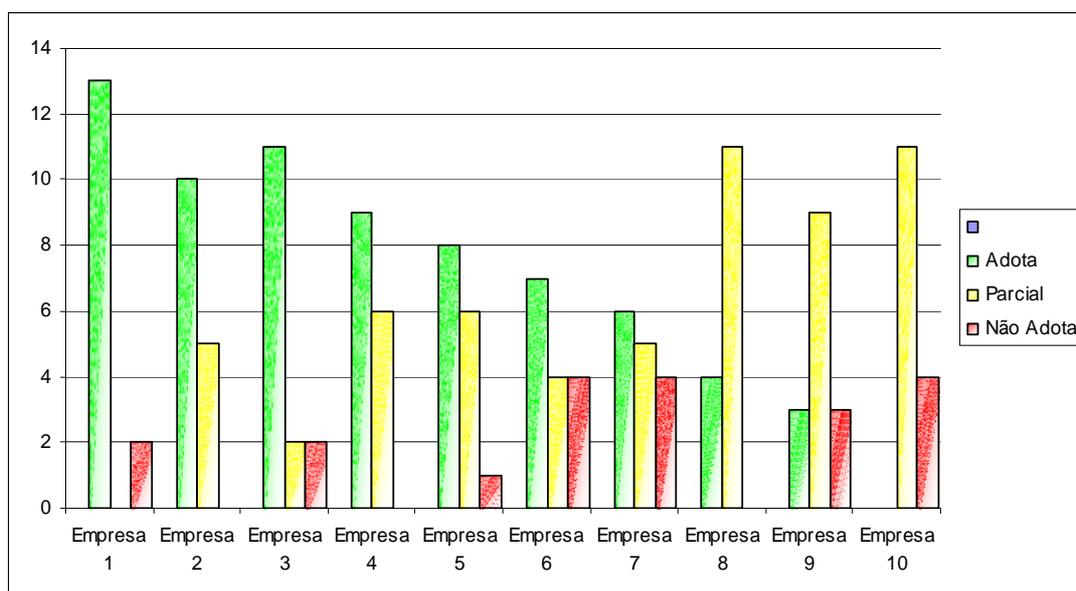
Para melhor ilustração da pontuação aferida, segue **Gráfico 2**:



**GRÁFICO 2 – Ranking das Empresas em Relação à Adoção das Práticas de GBV**

Fonte: elaborado pelo autor

Para melhor ilustração da adoção das práticas pelas empresas, segue **Gráfico 3**:



**GRÁFICO 3 – Distribuição da Adoção das Práticas de GBV em “Adota”, “Adota parcialmente” ou “não Adota”**

Fonte: elaborado pelo autor

Torna-se necessário observar, na **Tabela 9**, as cotações destas empresas na BOVESPA em julho de 2006, data término da pesquisa, ou seja, quando todos os questionários foram recepcionados:

**TABELA 9 – Cotação das Empresas que Adotam o Modelo de GBV**

<b>EMPRESA</b>	<b>Cotações jul. 06</b>
Empresa 1	140,75
Empresa 2	18,3
Empresa 3	27
Empresa 4	8,48
Empresa 5	6,8
Empresa 6	94,05
Empresa 7	74,99
Empresa 8	8,2
Empresa 9	4,72
Empresa 10	0,73

Fonte: elaborada pelo autor

Tendo em vista que o objetivo consiste na comparação entre empresas que adotam e as que não adotam, seguem, na **Tabela 10**, as cotações destas últimas.

**TABELA 10 – Cotação das Empresas que Não Adotam o Modelo de GBV**

<b>EMPRESA</b>	<b>Cotações jul. 06</b>
Empresa 11	45,35
Empresa 12	45,05
Empresa 13	39,8
Empresa 14	34
Empresa 15	24,6
Empresa 16	18,25
Empresa 17	17,1
Empresa 18	16,99
Empresa 19	10,75
Empresa 20	4,52
Empresa 21	3,63
Empresa 22	1,64

Fonte: elaborada pelo autor

Apresentadas as cotações das empresas que adotam a GBV e as que não adotam a GBV, torna-se importante destacar que não foi possível observar o comportamento das ações a partir da adoção do modelo de GBV, tendo em vista que seis das dez empresas que adotam o

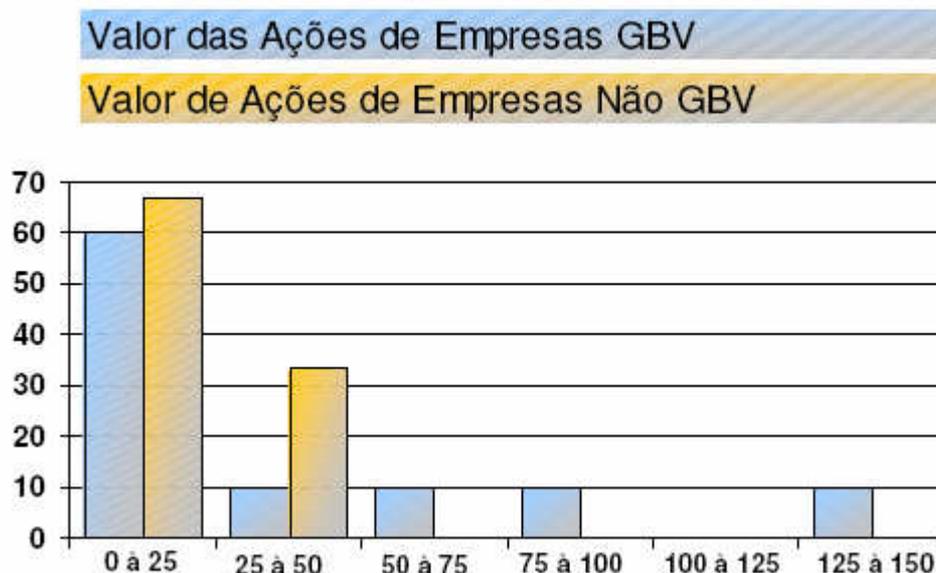
modelo, adotaram a GBV antes de abrirem o capital. Sendo assim, uma análise do comportamento das ações fica inviável, segue a **Tabela 11** para melhor visualização:

**TABELA 11 - Comparativo da data de adesão ao modelo de GBV e ingresso nos níveis diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa**

<b>EMPRESA</b>	<b>Adoção GBV</b>	<b>Ingresso Níveis Diferenciados ou Novo Mercado</b>
Empresa 1	jan/2000	nov/2005
Empresa 2	nov/05	jun/2001
Empresa 3	out/2003	abr/2006
Empresa 4	jun/1999	jun/2001
Empresa 5	mar/1999	jun/2001
Empresa 6	jan/2000	set/2002
Empresa 7	Não respondeu	out/2001
Empresa 8	jul/2006	out/2003
Empresa 9	jan/2003	dez/2002
Empresa 10	jan/2006	fev/2005

Fonte: elaborada pelo autor

Observadas as cotações de empresas que “adotam” o modelo (GBV) e as que “não adotam” (NGBV) e as limitações para analisar o comportamento a partir da adoção do modelo, foi realizada uma análise comparativa. No **Gráfico 4**, é possível verificar o valor das ações de empresas: que “adotam” o modelo (em azul) *versus* as que “não adotam” (em amarelo).



**GRÁFICO 4 – Comparação das cotações das ações de empresas que “adotam” a GBV e as que “não adotam”**

Fonte: elaborado pelo autor

Verifica-se que: (a) as empresas, que “adotam” o modelo GBV, apresentam variabilidade demasiadamente grande em relação à variável “preço de cotação de ações”; e (b) as empresas, que “não adotam” o modelo, apresentam um comportamento bastante regular e com baixa variabilidade. Aparentemente, os dois grupos (gráfico azul  $\neq$  gráfico amarelo) parecem diferentes. No entanto, para melhor acompanhamento deste raciocínio, torna-se necessário empregar um teste estatístico. O mais apropriado seria um teste de médias, para pequenas amostras, obtidas de populações distintas com variâncias populacionais desconhecidas. Para tanto, serão verificadas se:

- a) as populações de onde foram extraídas as amostras são normais; e
- b) as variâncias dessas populações, apesar de desconhecidas, podem ser consideradas iguais.

No nível de significância de 0,05, foram aplicados: (a) o teste de normalidade; (c) o teste de igualdade de variâncias; e (c) o teste “t de Student” para igualdade de médias. Os resultados estão apresentados abaixo.

*t-test*

*Normality Test: Passed* (P = 0,069)

*Equal Variance Test: Passed* (P = 0,131)

<i>Group</i>	<i>Name</i>	<i>N</i>	<i>Missing</i>	<i>Mean</i>	<i>Std Dev</i>	<i>SEM</i>
GBV		10	0	38,402	48,079	15,204
NGBV		12	0	21,807	15,929	4,598

*Difference* 16,595

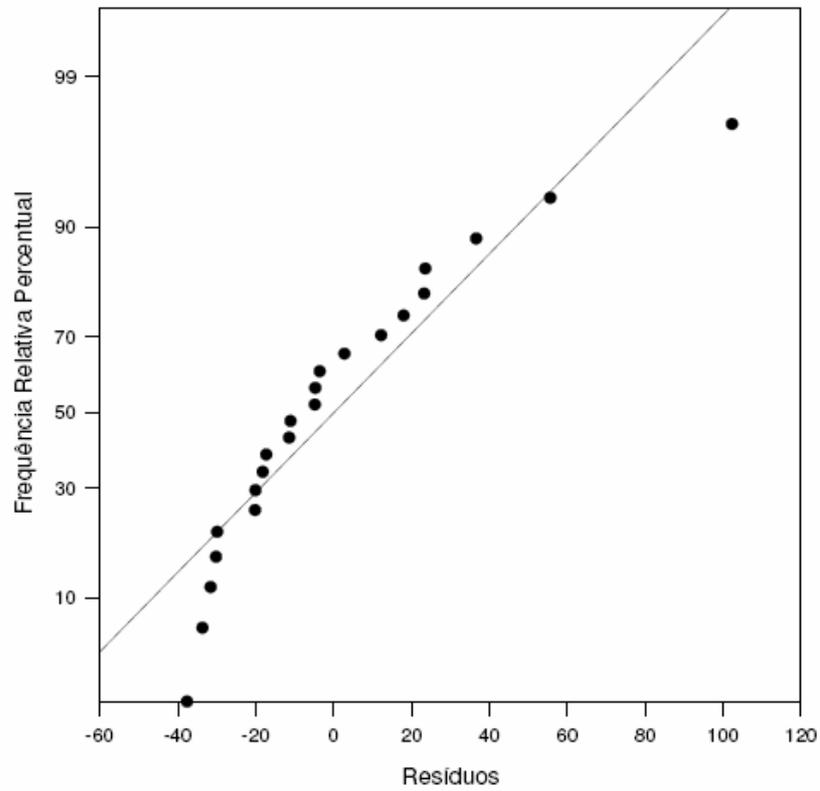
t = 1,128 with 20 *degrees of freedom*. (P = 0,273)

O Intervalo de 95% de Confiança para a diferença entre médias de grupos é de: ] - 14,083 to 47,273 [.

Como o zero está contido no intervalo acima, não se pode excluir a possibilidade de as médias dos grupos serem iguais.

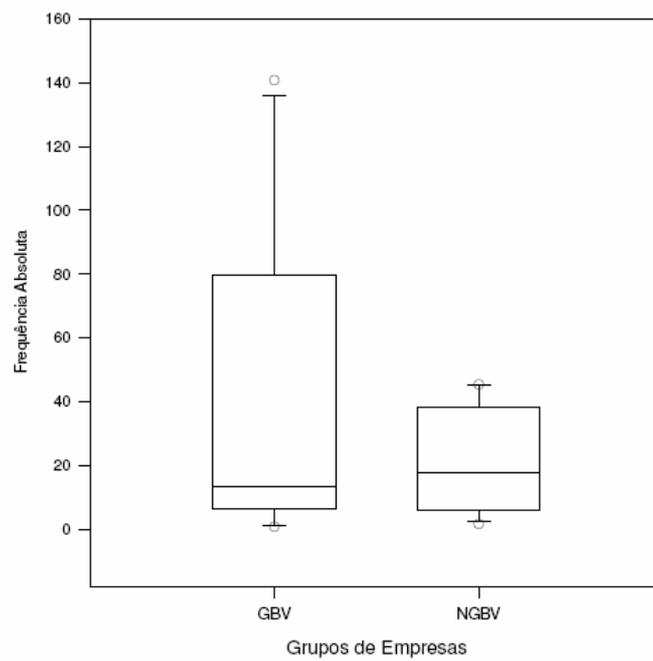
Com base nos dados, verifica-se que a diferença entre médias nos dois grupos não foi, suficientemente, grande para se rejeitar a possibilidade de que a diferença ocorrida deve-se à variabilidade aleatória presente na amostra. Não há diferenças, estatisticamente, significativas entre as médias dos dois grupos (P = 0,273).

Abaixo, figuram o **Gráfico 5** e o **Gráfico 6** que apresentam, respectivamente, a normalidade dos resíduos; e o *box-plot* para os dois grupos de empresas:



**GRÁFICO 5 - Normal Probability Plot**

Fonte: elaborado pelo autor



**GRÁFICO 6 - Box Plot**

Fonte: elaborado pelo autor

Foi realizado, ainda, um teste não paramétrico (teste para soma dos postos de Mann-Whitney), Este teste, menos preciso que um teste paramétrico, configura-se como um teste livre de distribuição, ou seja, não exige normalidade nos dados.

#### **Mann-Whitney Rank Sum Test**

<i>Group</i>	<i>N</i>	<i>Missing</i>	<i>Median</i>	<i>25%</i>	<i>75%</i>
GBV	10	0	13,390	6,800	74,990
NGBV	12	0	17,675	7,635	36,900

T = 118,000 n(small)= 10 n(big)= 12 (P = 0,869)

Verifica-se que a diferença dos valores medianos entre os dois grupos não foi grande o suficiente para excluir a possibilidade de que essa diferença tenha ocorrido em função da variabilidade presente no processo de seleção da amostra, desse modo, no nível de significância de 5%, é possível concluir que a diferença apresentada entre os dois grupos não é estatisticamente significativa (P = 0,869).

#### **5.4 Considerações Finais das Análises e Interpretação dos Dados**

Finalizadas as análises, torna-se imprescindível resgatar as hipóteses apresentadas no início desta pesquisa para, na seqüência, efetuar considerações pertinentes.

Rememorando, as hipóteses delineadas na introdução foram:

- a) as empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança e Novo Mercado da Bovespa, em grande parte, não adotam o modelo de GBV.
- b) as empresas que adotam o modelo de GBV dão à devida importância ao mesmo, visto ser patente que o comprometimento é pré-requisito para o sucesso de qualquer modelo de gestão.

- c) as empresas que possuem ações com melhor desempenho adotam o modelo de GBV, dado que isso atrai investimentos e essas empresas devem demonstrar retorno e compromisso com os investidores.

Considerando as hipóteses estabelecidas e os resultados obtidos, constatou-se que:

- a) a primeira hipótese não se confirmou, pois o termo “em grande parte” não é real, visto que 47% das empresas pesquisadas adotam o modelo, ou seja, quase a metade;
- b) a segunda hipótese foi confirmada, pois as empresas concordam totalmente ou concordam com 91% das “boas práticas” pregadas na teoria; e
- c) a terceira hipótese não pôde ser estatisticamente comprovada, em virtude das limitações da metodologia e dos modelos estatísticos apresentados.

## 6 CONCLUSÃO

A globalização dos mercados de capitais traz à tona os temas práticas de governança corporativa e práticas de GBV. A governança corporativa e as práticas de GBV ainda apresentam-se, no cenário brasileiro, em estágio de desenvolvimento, tendo em vista a estrutura do mercado de capitais e a cultura organizacional das empresas no país.

As entidades de classe, de um lado, lutam por um tratamento mais igualitário entre acionistas minoritários e majoritários, pregando as práticas de governança corporativa; de outro lado, as empresas de consultoria e a classe de pesquisadores discutem as melhores práticas de GBV, tentando aferir a significância do modelo no valor das ações.

Tendo como ponto de partida essas discussões, esta pesquisa estabeleceu como problema a seguinte questão: quais os comportamentos das empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa frente às práticas de GBV? O termo “comportamento” foi delimitado por meio dos seguintes objetivos: (a) verificar se essas empresas adotam as práticas mais indicadas de GBV, segundo a teoria; (b) verificar a importância dada, pelas empresas que adotam o modelo, às práticas mais indicadas, segundo a teoria; e (c) verificar se as empresas, que adotam o modelo, possuem ações mais valorizadas do que as demais.

Objetivando responder ao problema e observando os objetivos traçados, a pesquisa revelou que as empresas, inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da BOVESPA, possuem um comportamento, conforme devidamente apresentado na seqüência.

**Objetivo 1** - adotam o modelo de GBV: 45% das empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa. E, estas, segundo a teoria, possuem alinhamento de 47% das “boas práticas de GBV”. Observa-se um número pouco expressivo, tendo em vista que foi verificado que um dos objetivos da governança corporativa é a valorização do produto ação.

Ficou patente, na pesquisa apresentada, que um dos conceitos de Governança Corporativa é a geração de riqueza ao acionista, considerados os conceitos expostos pelos diversos autores e entidades de classe. Atrelando esse objetivo de geração de riqueza e os demais objetivos de transparência da Governança Corporativa, surgiu o Novo Mercado da

BOVESPA. Portanto, o objeto de estudo desta pesquisa justificou-se em virtude da ligação entre Governança Corporativa e Gestão Baseada em Valor. Já a “não adoção” do modelo de GBV, na maioria das empresas, talvez possa ser explicada dada às considerações da teoria institucional, que prega o reconhecimento dos aspectos sociais da organização, principalmente, em relação ao comportamento dos indivíduos e suas percepções. Cumpre ressaltar que estes aspectos não foram tratados na presente pesquisa.

**Objetivo 2** - Embora as empresas concordem totalmente ou concordem com 91% das “boas práticas” pregadas pela teoria, confirmando estas como “boas práticas”, a aderência limita-se a 47%. As práticas menos adotadas foram (a) autonomia nas unidades de negócio; (b) avaliação de investimentos por meio de indicadores de GBV; e (c) definição do custo de capital levando em consideração a estrutura de capital ideal. O que pode acarretar em prejuízo ao modelo, tendo em vista a não harmonia das práticas.

Pôde ser constatado que as práticas pregadas na teoria, conforme os autores pesquisados, têm o crivo dos gestores, ou seja, podem ser consideradas como “boas práticas”, do ponto-de-vista dos operadores do modelo. Possivelmente, porque estes gestores utilizem a teoria para gerir o modelo. No entanto, não se pode consolidá-las como “boas práticas”, do ponto-de-vista mercadológico, tendo em vista a não constatação dos reflexos das práticas no valor das ações e nos retornos obtidos pelos investidores. Já em relação às práticas menos adotadas, é necessário observar, com Silva, P. R. (2001), que a prática de autonomia das unidades de negócio possui limitações; e, em contraparte, a “não adoção” de uma prática pode prejudicar a utilização de outras, dado que a uniformidade do modelo é pré-requisito para o seu bom andamento.

**Objetivo 3** - As diferenças nas cotações das empresas que “adotam” o modelo de GBV, em relação às empresas que “não adotam” o modelo, não são, estaticamente, significativas. Isso quer dizer que o modelo de GBV não reflete diretamente no valor das ações, em virtude do valor das ações serem considerados fatores macroeconômicos e fatores ligados à gestão da empresa.

Torna-se pertinente destacar que o valor das ações é composto por fatores concernentes à macroeconomia, gestão, mudança de listagem no mercado etc. Van Horne (1972) apresenta duas abordagens do sistema de precificação de ações: o racional e o irracional. Ficou demonstrado que as duas abordagens apontadas são relevantes diante do tema da pesquisa, tendo em vista que: (a) a racionalidade do mercado está ao lado das práticas de GBV, ou seja, aquela que tende a demonstrar os valores futuros da organização com base

em dados econômico-financeiros; e (b) a irracionalidade está ao lado das empresas situadas no Novo Mercado da Bovespa que adotam práticas de governança corporativa, ou seja, aquela que aumenta a confiança dos investidores, principalmente, aqueles que levam em consideração a transparência e o risco.

Já as hipóteses estabelecidas pela presente pesquisa foram as seguintes: (a) as empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança e Novo Mercado da Bovespa, em grande parte, não adotam o modelo de GBV; (b) as empresas que adotam o modelo de GBV dão à devida importância ao mesmo, visto ser patente que o comprometimento é pré-requisito para o sucesso de qualquer modelo de gestão; e (c) as empresas que possuem ações com melhor desempenho adotam o modelo de GBV, dado que isso atrai investimentos e essas empresas devem demonstrar retorno e compromisso com os investidores. Nota-se, portanto, que os resultados ficaram aquém das hipóteses traçadas, mais especificamente, somente a segunda hipótese pôde ser confirmada.

Observam-se como limitações desta pesquisa os seguintes aspectos: (a) a amostra relativamente baixa, analisada à luz de instrumento estatístico, não aponta para resultados significativos; e (b) a falta de pesquisa sobre desempenho de ações nas empresas, que adotam o GBV, considerando o comportamento após a adoção do modelo, prejudica o suporte de resultados fidedignos. Possivelmente, os resultados poderiam ser mais precisos: (a) caso fosse ampliado o número de empresas pesquisadas, ou (b) caso fossem coletadas informações de desempenho, antes da adoção do modelo de GBV e pós adoção do modelo de GBV.

Considerados os resultados obtidos e as limitações apontadas, fica como sugestão de extensão desta pesquisa: (a) apontar as causas da não adoção do modelo de GBV; (b) apontar os modelos de gestão mais adotados neste mercado; (c) escolher um modelo estatístico de tratamento de dados mais apurado, para melhor aferir o desempenho das ações das empresas que adotam o modelo GBV; e (d) identificar a metodologia, utilizada por estas empresas, para escolha do custo de capital.

É fato que, depois da globalização das bolsas de valores, o mercado de ações no Brasil está amadurecendo. Os modelo de GBV, até então, utilizados maciçamente nos Estados Unidos da América, vem crescendo entre as empresas brasileiras. A cultura dos investidores e, por extensão, das empresas brasileiras, no entanto, ainda não tiveram uma aceção clara do modelo, o que pode explicar o não reflexo do modelo de GBV no valor das ações.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, L. B.; PARISI, C.; PEREIRA, C. A. Controladoria. In: CATELLI, A. (Coord.). **Controladoria: uma abordagem da gestão econômica – GECON**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2001. p.349-351.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira, 1999.

BAKER, G. P.; JENSEN, M. P.; MURPHY, K. J. Compensation and incentives: practice vs. theory. **Journal of Finance**, Oxford, v. 43, n. 03, paginação 23-28, 1988.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO - BOVESPA. **Empresas para investidores, governança corporativa, novo mercado**. 2004. Disponível em: <<http://www.bovespa.br>>. Acesso em: mar. 2006.

THE BUTTONWOOD GROUP LLP. What exactly is a best practice? **Business Credit**. Columbia, v. 106, n. 01, p. 44, Jan.2004.

CAMBA, D. Ações de empresas com boa governança valem até 50% mais. **Valor Econômico**, São Paulo, 10 dez. 2004. paginação 35.

CARVALHO, E. L. de. **A relação entre o EVA® (Economic Value Added) e o valor das ações na bolsa de valores do Estado de São Paulo**. 1999. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

CASAGRANDE NETO, H.; SOUZA, L. A.; ROSSI, M. C. **Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

CAVALCANTE FILHO, F. da S.; MISUMI, J. Y. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Cartilha de recomendações sobre governança corporativa**. 11 jun. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 23 mar. 2006.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas: valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

EDITORIAL STAFF. Value alignment” pays off. **Investor Relations Business**, New York, v. 6, n. 20, p. 1-2, 15 Oct. 2001.

EHRBAR, A. **EVA - Valor Econômico Agregado**: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FREITAS, F. L. B. de. **Governança corporativa no Brasil**: atualidade e perspectivas na moralização do mercado de capitais. 2003. Dissertação apresentada ao IBGC para concorrer ao prêmio IBGC de Governança Corporativa. Rio de Janeiro: IBGC, 2003. Disponível em : <[www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Fernanda\\_Lessa\\_Barreto\\_de\\_Freitas.pdf](http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Fernanda_Lessa_Barreto_de_Freitas.pdf)>. Acesso em: 01 de jun. 2006.

FREZATTI, F. **Gestão de Valor na Empresa**: uma abordagem abrangente do *Valuation* a partir da Contabilidade Gerencial. São Paulo: Atlas, 2003.

FRIGO, M. L. Strategy Execution and Value-Based Management. **Strategic Finance**. New York, v. 84, p. 6, paginação, out. 2002.

FUNDAÇÃO DOM CABRAL. 2005. <<http://www.fdc.org.br/pt/Gestão Baseada em Valor>>. Acesso em: 09 set. 2005.

HASPESLAGH, P.; NODA, T.; BOULOS, F. It’s not just about the number. **Harvard Business Review**, New York, v. 79, paginação 64, July/Aug. 2001.

HOUAISS, A.; VILLAR, M. de S.. **Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 2003. Disponível em: <<http://www.igbc.org.br>>. Acesso em: 05 de jun. 2006.

KASSAI, H. J. R.; KASSAI, S.; SANTOS, A. dos. **Retorno de Investimentos**: abordagem Matemática e Contábil do Lucro Empresarial. São Paulo: Atlas, 1999.

KHANNA, T.; KOGAN, J.; PALEPU, K.. Globalization and similarities in corporate governance: a cross-country analysis. **Review of Economics & Statistics**. Cambridge, v. 88, n. 1, p. 69-90, Feb. 2006.

LAKATOS, E.; MARCONI, M. de. **Metodologia do trabalho científico**: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica, projeto e relatório, publicações e trabalhos científicos. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

LOPO, A. et al. Custo de oportunidade, custo de capital, juros sobre o capital próprio, EVA® e MVA®. In: MARTINS, E. (Org.). **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001. cap. 4, p. 186-259.

MALIENI JÚNIOR, W. **Práticas de governança corporativa e geração de valor aos acionistas**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2003.

MARTIN, J. D.; PETTY, J. W.. **Gestão Baseada em valor**: a resposta das empresas à revolução dos acionistas. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

MARTINS, E. (Org.). **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

MELLAGI FILHO, A.; ISHIKAWA, S. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Atlas, 2000.

MILLSTEIN, I. M. **Corporate governance**: improving competitiveness and access to capital in global markets. França: OCED, 1998.

MONET, K.; NEWBY, A.. New rules of good behavior. **Euromoney**, London, n. 389, p. 44-59, Sep. 2001.

MONKS, R.; MINOW, N. **Corporate governance**. Cambridge: Balckwell, 1995.

NASCIMENTO, A. M. **Uma Contribuição para o Estudo dos Custos de Oportunidades**. 1998. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1998.

NOVO MERCADO BOVESPA. 2004. <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 09 jan. 2006.

OLIVEIRA, A. B. S. **Métodos e Técnicas de Pesquisa em Contabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2003.

PADOVEZE, C. L. **Controladoria avançada**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.

PEIXE, F. C. D. **Novo mercado**: obstáculos e atrativos para as empresas nível 1 de governança corporativa. 2003. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social**: métodos e técnicas. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

RIGBY, D.; BILODEAU, B. **Managment Tools 2005**. Boston: Bain & Company, 2005. Disponível em: <[http://www.bain.com/management\\_tools/home.asp](http://www.bain.com/management_tools/home.asp)>. Acesso em: 11 abr. 2006.

SANTOS, L. R. **A governança empresarial e a emergência de um novo modelo de controladoria**. 2004. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SANVICENTE, A. Z.; MELLAGI FILHO, A. **Mercado de capitais e estratégias de investimentos**. São Paulo: Atlas, 1996.

SELZNICK, P. **A liderança administrativa**: uma interpretação sociológica. Rio de Janeiro: FGV, 1972.

SEVERINO, A. J. **Metodologia do trabalho científico**. 22. ed. rev. e ampl. de acordo com a ABNT. São Paulo: Cortez, 2002.

SILVA, P. R. da. **Contribuição para o entendimento de valor baseados no mercado**: uma proposta alternativa para o Market Value Added (MVA®). 2001. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

SILVA, Fabio Monterazo. **Uma contribuição ao estudo da implantação do modelo de gestão baseada em valor**: um estudo de caso em uma empresa multinacional do segmento de

alimentação. 2005. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

SLATER, S. F.; OLSON, E. M. A value-based management system. **Business Horizons**, New York, v. 39, p. 48, Sept./Oct. 1996.

STEWART, G. B. **The quest for value**: a guide for senior managers. New York: Harper Bussiness, 1999.

THOMPSON, L. Examining methods of VBM. **Strategic Finance**, Montvale, v. 84, n. 6, p. 62, Dec. 2002.

VAN HORNE, J. C. **Funções e análise das taxas de mercado de capitais**. Tradução de Antônio Zoratto Sanviventente. São Paulo: Atlas, 1972.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. **EVA e gestão baseada em valor**: guia prático para implementação. Porto Alegre: Bookman, 2003.

## APÊNDICE A – Apresentação do Questionário

Prezado Departamento de Relações com Investidores,

Meu nome é Otávio Gomes Cabello, sou mestrando da FECAP - São Paulo. Estou pesquisando as empresas inseridas no Novo Mercado da BOVESPA. Nesse sentido, peço a colaboração dos senhores para aplicação do meu questionário de pesquisa. A pessoa mais indicada para responder o questionário é o Controller da empresa. Sendo assim, peço a gentileza de encaminhar essa pesquisa a ele, ou, se possível, enviar o e-mail para contato direto.

Seguem as diretrizes para a pesquisa, são apenas 20 questões:

Este questionário está sendo aplicado em todas as empresas que integram o Novo Mercado da Bovespa: integrantes do nível 1, nível 2 e nível Novo Mercado.

O objetivo da produção científica é:

- (1) verificar quantas empresas adotam o modelo de Gestão Baseada em Valor (GBV);
- (2) verificar se as empresas concordam ou não com as afirmações sobre as práticas da GBV; e
- (3) verificar se, das praticantes da GBV, adotam ou não as práticas indicadas pela GBV.

Claro está que, em nenhum momento, são pedidos dados econômicos, financeiros ou estratégicos da empresa.

As respostas obtidas serão mantidas em total sigilo; e serão transpostas para a pesquisa sem menção do nome da empresa.

### **A empresa participante receberá o resultado da pesquisa.**

A pessoa mais indicada para responder ao questionário é o ***Controller*** da empresa.

Este questionário visa única e exclusivamente o desenvolvimento de produção científica.

O tema da pesquisa científica é a Gestão Baseada em Valor (Value Based in Management), que se constitui numa abordagem em que as aspirações, as técnicas de análise e os processos gerenciais são orientados para a maximização do valor da empresa, focalizando as decisões sobre os direcionadores de valor (*value drives*), especialmente o custo de capital. Para determinação do valor gerado na empresa, são utilizados diversos indicadores, dentre eles: EVA, MVA, Fluxo de Caixa Descontado, SVA, CFROI, CVA, dentre outros.

O questionário apresenta 20 questões, sendo as cinco primeiras sobre os dados básicos da empresa e as outras quinze sobre as práticas da gestão baseada em valor.

A partir da questão 6, o questionário requer duas respostas: (a) opinião pessoal sobre a prática de GBV; e (b) situação da empresa sobre a prática de GBV.

As empresas que **não** adotam o modelo de GBV devem responder a primeira questão e ir direto para a questão número seis. A partir desta questão, somente deve ser respondido a primeira escala: concordo totalmente, concordo, indiferente, discordo, discordo totalmente.

**Segue em anexo o questionário.**

**Favor enviar a resposta para o e-mail: [otacabello@uol.com.br](mailto:otacabello@uol.com.br)**

## APÊNDICE B – Questionário

Este questionário está sendo aplicado em todas as empresas que integram o Novo Mercado da Bovespa: integrantes do nível 1, nível 2 e nível Novo Mercado.

O objetivo da produção científica é:

- (1) verificar quantas empresas adotam o modelo de Gestão Baseada em Valor (GBV);
- (2) verificar se as empresas concordam ou não com as afirmações sobre as práticas da GBV; e
- (3) verificar se, das praticantes da GBV, adotam ou não as práticas indicadas pela GBV.

Claro está que, em nenhum momento, são pedidos dados econômicos, financeiros ou estratégicos da empresa.

As respostas obtidas serão mantidas em total sigilo; e serão transpostas para a pesquisa sem menção do nome da empresa.

### A empresa participante receberá o resultado da pesquisa.

A pessoa mais indicada para responder ao questionário é o *Controller* da empresa.

Este questionário visa única e exclusivamente o desenvolvimento de produção científica.

O tema da pesquisa científica é a Gestão Baseada em Valor (Value Based in Management), que se constitui numa abordagem em que as aspirações, as técnicas de análise e os processos gerenciais são orientados para a maximização do valor da empresa, focalizando as decisões sobre os direcionadores de valor (*value drives*), especialmente o custo de capital. Para determinação do valor gerado na empresa, são utilizados diversos indicadores, dentre eles: EVA, MVA, Fluxo de Caixa Descontado, SVA, CFROI, CVA, dentre outros.

O questionário apresenta 20 questões, sendo as cinco primeiras sobre os dados básicos da empresa e as outras quinze sobre as práticas da gestão baseada em valor.

A partir da questão 6, o questionário requer duas respostas: (a) opinião pessoal sobre a prática de GBV; e (b) situação da empresa sobre a prática de GBV.

As empresas que **não** adotam o modelo de GBV devem responder a primeira questão e ir direto para a questão número seis. A partir desta questão, somente deve ser respondido a primeira escala: concordo totalmente, concordo, indiferente, discordo, discordo totalmente.

**Favor enviar a resposta para o e-mail: otacabello@uol.com.br**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- ( ) Sim  
( ) Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?  
Mês e ano:

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?  
Mês e ano:

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- ( ) EVA  
( ) MVA  
( ) Fluxo de Caixa Descontado  
( ) SVA  
( ) CFROI  
( ) CVA  
Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- ( )M            ( )T            ( )A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo

- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

Concordo totalmente

Concordo

Indiferente

Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

## APÊNDICE C – Questionários Respondidos

### Empresa 1

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:

Ano 2000 (desde sua constituição)

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:

Novembro de 2005

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA  
 Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M             T             A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

Adota

- Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

Adota

- Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente

- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 2**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano: nov/2005

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano: 06/2001

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M                     T                     A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

Adota

- Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

Adota

- Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 3**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano: Outubro de 2003

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano: Abril de 2006

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA  
Outros: ..

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M  T  A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente  
 Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente
- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo

- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente
- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 4**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano: 06/99

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano: - (entrou no Nível 1 em junho/01)

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M             T             A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

Adota

- Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

Adota

- Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 5**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano: Março 1999

3. Quando a empresa entrou no Nível 1 BOVESPA?

Mês e ano: 21/06/2001

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M                     T                     A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 6**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:

Outubro de 2001

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M                   T                   A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

Adota

- Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

Adota

- Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

Concordo totalmente

Concordo

Indiferente

Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

Concordo totalmente

Concordo

Indiferente

Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

Concordo totalmente

Concordo

Indiferente

Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

Concordo totalmente

Concordo

Indiferente

Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

Concordo totalmente

Concordo

- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

Concordo totalmente

Concordo

Indiferente

Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

Concordo totalmente

Concordo

Indiferente

Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

**Empresa 7**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?  
 Mês e ano: atualmente estamos no início do processo de implantação.

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?  
 Mês e ano: Não estamos no NM. Entramos no Nível 1 em outubro de 2003

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA  
 Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M                     T                     A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 8**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano: jan/2000

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano: set/2002

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M                     T                     A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 9**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano: janeiro/2003

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano: dezembro/2002

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M             T             A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

Adota

- Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

Adota

- Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 10**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:janeiro 2006

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:fevereiro 2005

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M            T            A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 11**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M            T            A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 12**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M            T            A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 13**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano: novembro/2004

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M            T            A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 14**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M            T            A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 15**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M            T            A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 16**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano: NA

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano: 29/10/2004

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M             T             A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente  
 Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

Concordo totalmente

Concordo

Indiferente

Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

Concordo totalmente

Concordo

Indiferente

Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

Concordo totalmente

Concordo

Indiferente

Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

Concordo totalmente

Concordo

Indiferente

Discordo

Discordo totalmente

Adota

Adota parcialmente

Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

Concordo totalmente

Concordo

Indiferente

Discordo

Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 17**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano: **novembro de 2005**

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M            T            A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 18**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M            T            A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 19**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M             T             A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

Adota

- Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

Adota

- Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 20**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M                     T                     A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 21**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M             T             A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

**Empresa 22**

1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (*value based in management*)? Caso a empresa **não adote**, responda a partir da questão 6 apenas a primeira escala.

- Sim  
 Não

2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?

Mês e ano:

3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?

Mês e ano:

4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores? (Pode marcar mais de um indicador).

- EVA  
 MVA  
 Fluxo de Caixa Descontado  
 SVA  
 CFROI  
 CVA

Outros: \_\_\_\_\_.

5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).

- M            T            A

6. A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

7. Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota  
 Adota parcialmente  
 Não adota

8. O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

- Concordo totalmente  
 Concordo  
 Indiferente  
 Discordo  
 Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

9. Os executivos e empregados devem entender quais são os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

10. A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

11. A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

12. Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

13. Deve haver um programa de treinamento que atrai o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente

- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

14. As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

15. A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

16. Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

17. Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

18. Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

19. A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota

20. O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

- Concordo totalmente
- Concordo
- Indiferente
- Discordo
- Discordo totalmente

- Adota
- Adota parcialmente
- Não adota