

CAPACIDADES DIFERENCIADORAS E ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS DE GESTÃO EMPRESARIAL PARA A CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE VALOR

German Torres Salazar¹

Campus da UFLA, s/n - Centro
CEP: 37200-000 Lavras/MG Brasil
Tel: (35) 38291456

E-mail: german@ufla.brcriacao_valor@ufla.br

Letícia de Oliveira¹

Campus da UFLA, s/n - Centro
CEP: 37200-000 Lavras/MG Brasil
E-mail: oliveira.l@navinet.com.br

¹ Universidade Federal de Lavras - UFLA
Departamento de Administração e Economia
CEP: 37200-000 Lavras/MG Brasil

Resumo:

Dada a competitividade, a velocidade das transformações dos negócios e a globalização dos mercados exigem dos gestores empresariais atitudes e técnicas cada vez mais eficazes permitindo à administração concentrar-se no incremento da riqueza aos proprietários eliminando as distorções resultantes da utilização de dados históricos dos registros contábeis tradicionais. O sucesso de uma empresa é medido pela sua capacidade de criar riqueza a seus proprietários num determinado tempo e não simplesmente numa visão efêmera dos resultados contábeis. O presente trabalho objetiva analisar determinantes básicos da gestão empresarial criadora de valor. Estes determinantes foram conceituados por meio das variáveis capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras. A amostra foi composta de 235 empresas aleatórias dos diversos setores da economia brasileira. Os dados foram analisados por meio da análise multivariada, verificando se existem diferenças significativas entre as empresas estudadas. Observou-se que as empresas que criaram valor utilizaram com maior intensidade estratégias financeiras “operacionais” e capacidades diferenciadoras de “relações de negócios”. As empresas destruidoras de valor utilizam com mais intensidade estratégias financeiras “operacionais” e capacidades diferenciadoras “relações de negócios”. A diferença marcante entre as empresas que criaram valor daquelas que não criaram foi determinada pela estabilidade da evolução real, ou seja, pela estabilidade dos retornos operacionais.

Palavras-chaves: Gestão empresarial, determinantes do valor econômico agregado.

CAPACIDADES DIFERENCIADORAS E ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS DE GESTÃO EMPRESARIAL PARA A CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE VALOR

1. INTRODUÇÃO

A competitividade e a velocidade com que está ocorrendo a transformação dos negócios e a chamada globalização dos mercados exigem dos administradores atitudes e técnicas cada vez mais eficazes e que propiciem respostas com alternativas rápidas, tangíveis e claras. Para tanto, os quesitos que exigem novas formas de administração, tais como as capacidades diferenciadoras e as estratégias financeiras, são: a) qualidade geral da administração, dos produtos e serviços; b) capacidade de inovação; c) solidez financeira e adequada remuneração dos investimentos dos proprietários. Nos últimos anos, a área de finanças tem utilizado os conceitos de criação de valor aos proprietários como metodologia de gerenciamento da performance econômico-financeira das empresas.

As medidas tradicionais contábeis de análise empresarial, tais como o Lucro Líquido, Lucro por Ação, Retorno sobre o Investimento e Retorno sobre o Patrimônio Líquido, têm-se mostrado insuficientes, devido à utilização de registros contábeis. A ciência da contabilidade expressa os dados em valores nominais incorporando as receitas e os custos operacionais explícitos, mas não incorpora os custos implícitos, tais como o Custo de Oportunidade do Capital Investido. A falta de incorporação do custo de oportunidade do capital faz com que haja uma avaliação incorreta quanto o custo do capital total empregado pela empresa.

A pesquisa objetiva analisar as capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras determinantes básicas da gestão empresarial.

2. DISCUSSÕES TEÓRICAS

Na teoria de finanças, a criação (destruição) de valor baseia-se na teoria neoclássica do crescimento, isto é, as empresas terão que reinvestir anualmente seus fluxos de caixa (Grant, 1997). O cálculo desse investimento é processado por meio do valor presente líquido e da taxa interna de retorno como medidas de avaliação dos investimentos realizados pelas empresas. Dessa forma, o valor de mercado das empresas e o valor presente da criação (destruição) de valor são medidos pelo retorno residual do capital investido, ou seja, o valor presente líquido é igual ao valor de mercado, isto é, o retorno do capital total investido menos o custo de capital.

2.1 Conceito de valor agregado para os proprietários

O investimento feito pelos proprietários revela atratividade econômica somente quando a remuneração oferecida for igual ou superior ao custo de oportunidade do capital próprio aplicado no negócio. A metodologia para calcular essa remuneração é chamada de EVA (*Economic Value Added*), Stewart (1991), que é conceitualmente definida como o Lucro Operacional após o Imposto de Renda (LOaIR) deduzido do Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC). O LOaIR obtido deve suportar os retornos de caixa requeridos pelos investidores e proprietários. O CMePC deve representar o efetivo custo do capital que foi operacionalmente utilizado para produzir o resultado econômico obtido.

Portanto, há criação de valor para os proprietários quando o LOaIR for maior que o CMePC aplicado no negócio. Da mesma maneira, há destruição de valor quando o LOaIR for insuficiente para cobrir o custo do capital requerido pelos investidores e proprietários. O EVA é, portanto, uma medida de performance financeira que utiliza o conhecido conceito de Lucro Econômico. As diferenças básicas no valor encontrado pelo EVA, quando comparadas com os conceitos tradicionais de análise empresarial como Lucro Líquido, Lucro por Ação, Retorno sobre o Investimento Total e Retorno sobre o Patrimônio Líquido, devem-se ao fato de o EVA considerar o custo monetário de todo o capital investido na empresa.

Dessa forma, a metodologia do EVA sugere que a administração da empresa se concentre no incremento da riqueza aos proprietários e elimine as distorções resultantes da utilização de dados históricos dos registros contábeis. Esta metodologia foca a criação de valor empresarial e possibilita avaliar, por meio de instrumentos adequados, as alternativas de estrutura de capitais e dos recursos aplicados, proporcionando vantagens competitivas ao negócio, criando valor pela melhoria operacional e econômica por meio de tomadas de decisões tecnicamente orientadas, sobre como investir e utilizar os recursos que criam valor para a empresa. Possibilita também a análise da estrutura dos recursos aplicados, considerando o desempenho e evolução da receita, com o controle das despesas e com a melhoria do resultado operacional.

Por outro lado, cabe destacar que o risco do negócio refere-se às variações do fluxo de caixa (Lucro Líquido mais Depreciação) para os proprietários, os quais proporcionam financiamento de longo prazo para a empresa. Portanto, os proprietários assumem os riscos pelo financiamento do capital para operar a empresa. Dessa forma, o risco pode ser calculado como uma adição ao custo de capital aplicado ao negócio. Em outras palavras, o risco da

atividade empresarial é medido pela volatilidade do valor da empresa no mercado. Em suma, a aceitação do risco está intimamente ligada com a provisão de capital. Esta provisão de capital deve ser remunerada além dos custos explícitos e implícitos de capital investido.

2.2 Capacidades diferenciadoras

A gerência de empresas se diferencia de empresa para empresa pela aquisição do conhecimento organizacional e o estabelecimento de rotinas organizacionais. Esse conhecimento, juntamente com as rotinas, permite às gerências um processo de acompanhamento da qualidade dos produtos e serviços para os quais foi criada a empresa. Em outras palavras, as capacidades diferenciadoras envolvem padrões de relacionamento intraorganizacional.

De acordo com Assaf Neto (1999), as capacidades diferenciadoras são entendidas como estratégias adotadas que permitem as empresas atuarem com um nível de diferenciação em relação aos seus concorrentes de mercado, assumindo uma vantagem competitiva e uma maior agregação de valor aos seus proprietários. O objetivo de uma capacidade diferenciadora é permitir que a empresa atinja um retorno esperado que exceda o custo de oportunidade do capital investido. O desempenho verificado no passado não garante o sucesso no futuro. A administração de uma empresa somente demonstra continuidade se, por meio de estratégias diferenciadoras, for capaz de executar uma gestão mais eficaz de seus negócios, atuando com vantagem competitiva no mercado.

Assaf Neto (1999) propôs algumas capacidades diferenciadoras utilizadas pelas empresas, as quais são ilustradas no Quadro 1 a seguir:

QUADRO 1 – Capacidades diferenciadoras e objetivos estratégicos

Capacidades diferenciadoras	Objetivos estratégicos
Relações dos negócios	Conhecer a capacidade de relacionamentos da empresa com o mercado financeiro, fornecedores, clientes e empregados como fundamentos diferenciador do sucesso empresarial.
Conhecimento do negócio	Ter a visão ampla da empresa, a sinergia do negócio. Visa o efetivo conhecimento de suas oportunidades mais eficientes de agregar valor

Qualidade	Desenvolver o produto que o consumidor deseja adquirir pelo preço que se mostra disposto a pagar
Inovação	Atuar com vantagem competitiva em mercado de forte concorrência, criando alternativas inovadoras no atendimento, distribuição, vendas, produção, etc.

Fonte: Assaf Neto, (1999).

Das capacidades diferenciadoras ilustradas no Quadro 1, a principal é a inovação. O gerenciamento da inovação é dispendioso e arriscado por que os novos produtos podem fracassar por não haver demanda ou haver apenas uma demanda insuficiente. No entanto, os maiores lucros podem advir de uma inovação específica, tal como o conhecimento organizacional ou a tecnologia disponível. A característica dominante desta capacidade diferenciadora é que ela não pode ser facilmente reproduzida. Portanto, a habilidade demonstrada pela administração da empresa em contemporizar interesses, muitas vezes conflitantes do mercado consumidor, funcionários, credores e proprietários, revela uma vantagem competitiva.

2.3 Estratégias financeiras

As estratégias financeiras, assim como as capacidades diferenciadoras, estão voltadas ao objetivo da empresa de criar valor a seus proprietários. As estratégias são identificadas em três dimensões: **operacionais, financiamentos e investimentos**, ilustradas no Quadro 2.

QUADRO 2 - Estratégias financeiras e objetivos estratégicos.

Estratégias financeiras	Objetivo estratégico
Operacionais	Maximizar a eficiência das decisões operacionais estabelecendo políticas de preços, compras, vendas, estoques, etc., voltadas a criar valor.
Financiamento	Através das decisões de financiamento procura-se minimizar o custo de capital da empresa, promovendo o incremento de seu valor no mercado.
Investimento	Implementar estratégias de investimento voltadas a agregar valor aos proprietários através de uma taxa de retorno maior que o custo

	de capital.
--	-------------

Fonte: Assaf Neto, (1999).

O sucesso na criação de valor pelas empresas envolve a implementação de uma combinação dessas estratégias financeiras.

As estratégias de investimentos podem ser implementadas pela busca eficiente de novas oportunidades de mercado criadoras de valor. Essas estratégias visam elevação do lucro da empresa por meio do aumento do volume de vendas e, conseqüentemente, o aumento dos resultados operacionais da empresa. Se não produzir um retorno suficiente para remunerar o custo de oportunidade do capital, atuarão de maneira a destruir valor.

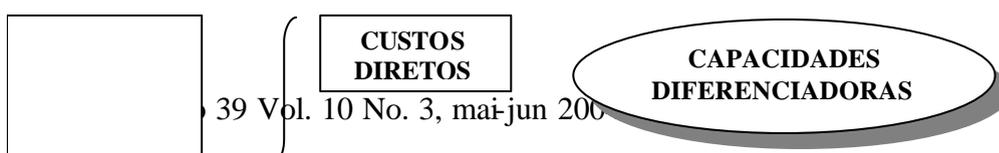
Para uma empresa que trabalha preferencialmente, por exemplo, com capital de terceiros, a destruição de valor é sentida na ineficiência dos fluxos de caixa, revelando a realização de um resultado operacional inferior aos juros desembolsados. Mas, para uma empresa que trabalha com capital próprio, a destruição de valor não é tão evidente.

O custo de oportunidade do capital não exige desembolsos periódicos de caixa, permitindo que os resultados financeiros (liquidez) e econômicos (lucros) não sejam afetados pelo uso de estratégias criadoras de valor. Algumas estratégias financeiras ainda, voltadas a criar valor aos proprietários, podem reduzir os lucros dos demonstrativos contábeis, por exemplo, quando há substituição do capital próprio por recursos de terceiros mais baratos.

A situação descrita no parágrafo anterior parece conflitante, ou seja, a decisão de redução dos lucros e da rentabilidade da empresa que ofereça, ao mesmo tempo, maior riqueza a seus proprietários. Este conflito pode ser resolvido pela adoção de vantagens competitivas e estratégias financeiras desenvolvidas considerando a atratividade econômica dos negócios.

2.4 Modelo de gestão empresarial baseado no valor econômico agregado

O modelo sugerido pelas discussões teóricas precedentes configura-se pelos determinantes de criação de valor aos proprietários disponíveis aos investidores, analistas e empresários, em que as receitas operacionais devem ser tais que cubram os custos diretos, os custos indiretos, os custos de capital e o resíduo seja o valor agregado que implica na criação da riqueza para os proprietários do negócio. O modelo proposto está apresentado na Figura 1.



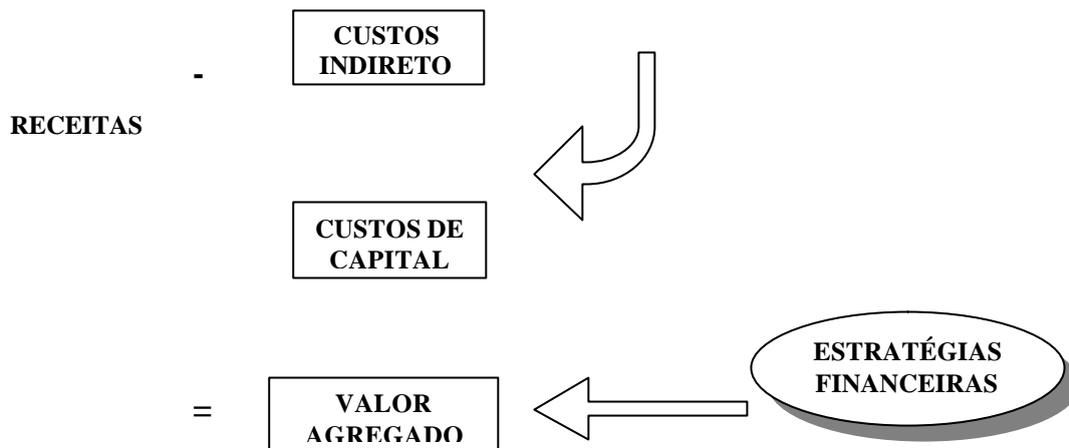


FIGURA 1 – Determinantes do valor econômico agregado

Fonte: Elaborado pelos Autores

3. METODOLOGIA

Este trabalho tem caráter exploratório, ou seja, o de familiarizar-se com as características das capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras implementadas pelos gestores das organizações produtivas.

Para analisar as capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras consideraram-se as seguintes as variáveis qualitativas, como apresentado nos Quadros 3 e 4.

QUADRO 3 – Variáveis qualitativas como determinantes das capacidades diferenciadoras.

Capacidades diferenciadoras	Variáveis qualitativas
Relações de negócios	Fidelidade dos clientes Satisfação dos empregados Atendimento dos fornecedores Alternativas de financiamento
Conhecimento do negócio	Necessidade dos clientes Dimensão e potencial do mercado

Capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras de gestão empresarial
para a criação e destruição de valor

	Ganhos de escala Eficiência operacional
Qualidade	Preço de venda mais baixo Produtos com maior giro Medidas de redução de custos Satisfação dos clientes com novos produtos
Inovação	Rapidez no atendimento Redução na falta de estoques Tempo de produção Tempo de lançamento de novos produtos

Fonte: Elaborado pelos autores

Considerando que as empresas possuem as capacidades diferenciadoras expostas no Quadro 3 poderão pô-las em prática por meio das seguintes estratégias financeiras para atingirem eficiência e eficácia administrativas.

QUADRO 4 – Variáveis qualitativas como determinantes das estratégias financeiras.

Estratégias financeiras	Variáveis qualitativas
Operacionais	Crescimento das vendas Prazos operacionais de cobrança e pagamentos Giro dos estoques Margem de lucro
Financiamento	Estrutura de capital Custo do capital próprio Custo do capital de terceiros Custo do capital de giro
Investimento	Investimento em capital de giro Investimento em capital fixo Oportunidades de investimentos Risco operacional

Fonte: Elaborado pelos autores

Para a coleta dos dados, escolheu-se uma amostra aleatória de 235 empresas, das mil listadas na Gazeta Mercantil (Balanço Anual de 2001) dos setores: indústria, serviços, comércio e agribusiness.

Para o levantamento das capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras, aplicou-se um questionário fechado. Os questionários foram enviados aos endereços eletrônicos das empresas para serem respondidos via on-line pelo site: <http://dae2.ufla.br/questionario/>. O índice de respostas obtido foi de 12,34%. Ou seja, obtiveram-se respostas do questionário de 29 empresas.

As capacidades diferenciadoras foram captadas pelas seguintes variáveis qualitativas: fidelidade dos clientes, satisfação dos empregados, atendimento dos fornecedores, alternativas de financiamento, necessidades dos clientes, dimensão e potencial do mercado, ganhos de escala, eficiência operacional, preço de venda mais baixo, produtos com maior giro, medidas de redução de custos, satisfação dos clientes com novos produtos, rapidez no atendimento, redução na falta de estoques, tempo de produção e tempo de lançamento de novos produtos.

Por sua vez, as estratégias financeiras foram levantadas pelas variáveis: crescimento das vendas, prazos operacionais de cobrança e pagamentos, giro dos estoques, margem de lucro, estrutura de capital, custo do capital próprio, custo do capital de terceiros, custo do capital de giro, investimento em capital de giro, investimento em capital fixo, oportunidades de investimentos e risco operacional.

A mensuração do desempenho financeiro das empresas consideradas na amostra foi estimada pelo valor econômico agregado (EVA), segundo a metodologia da GAZETA MERCANTIL, relatada no Balanço Anual de julho de 2001, páginas 290/291.

Os dados qualitativos obtidos foram analisados utilizando-se o software Statistical Package for the Social Science (SPSS® versão 10.1). Pela estrutura do questionário fechado, utilizou-se análise multivariada: análise de cluster (conglomerados), para classificar as empresas (indivíduos) em grupos homogêneos e análise discriminante, para verificar se existem diferenças significativas entre os grupos em termos das variáveis qualitativas estudadas. Além da análise multivariada, foram procedidas análises de cruzamento (*crosstabs*).

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Análise de distribuição de frequência

A análise de frequência revelou que das 29 empresas pesquisadas, 55,2% são de sociedade anônima de capital fechado, 27,6% de empresas com responsabilidade limitada e 17,2% sociedade anônima de capital aberto. Das empresas respondentes, 65,5% são administradas por profissionais, 24,1% por família e 10,3% de administração mista. Observou-se também que 96,6% possuem controle administrativo privado e somente 3,4% estatal.

Os setores de atuação das empresas pesquisadas são: 34,5% de indústria (minerais não-metálicos, metalurgia, farmacêuticos, etc.), 44,8% de serviços (construção, serviços especializados, telecomunicações, etc.), 13,8% do comércio (comércio varejista, distribuidores de veículos e autopeças) e 6,9% de agribusiness (alimentos).

As empresas foram classificadas em 55,2% de médio porte de acordo com o seu faturamento anual variando de menos de 1 milhão a mais de 60 milhões e 44,8% de grande porte cujo faturamento anual varia em menos de 500 milhões a mais de 1 bilhão.

Desse modo, a maior parte das empresas é de sociedade anônima de capital fechado, com administração profissional, controle administrativo privado, setor de atuação de serviços e empresas de médio porte.

Após caracterizar a amostra realizada por meio da distribuição de frequência, procedeu-se à análise de cluster, objetivando agrupar as empresas que apresentaram um padrão de resposta semelhante com relação às variáveis consideradas importantes na decisão de suas estratégias financeiras e capacidades diferenciadoras.

4.2 Análise das capacidades diferenciadoras

Para realização desta análise, optou-se pelo método hierárquico aglomerativo denominado método de Ward, que combina os indivíduos de acordo com a distância euclidiana ao quadrado dentro de cada um dos clusters. Assim, a análise de cluster permitiu classificar as empresas pesquisadas em dois grupos heterogêneos entre si e semelhantes dentro de cada um dos grupos. Cabe, no entanto, destacar que quatro empresas foram desconsideradas pela análise de cluster por apresentarem dados incompletos, totalizando 25 empresas divididas nos dois clusters de capacidades diferenciadoras.

O grupo 1 destaca-se por ser formado, na sua maioria, por empresas de sociedade anônima de capital fechado, de administração profissional e familiar. O setor predominantemente atuante é o de serviços, possuindo uma parte em agribusiness e empresas de grande porte. O grupo 2 diferencia-se do grupo 1, por apresentar administração mista. O

setor de atuação destacante é a indústria, verificando-se também comércio e a maioria de médias empresas.

A análise discriminante apresentou oito variáveis que mais discriminaram o grupo das capacidades diferenciadoras. Na Tabela 1, a seguir, estão explicitadas as variáveis, com seu nível de significância pelo Wilks' Lambda.

TABELA 1 – Variáveis discriminantes das capacidades diferenciadoras.

Nº	Variáveis selecionadas	Wilks' Lambda	
	Nível de diferenciação	Statistic	Nível de significância
1	Satisfação dos empregados - O que a diretoria da empresa exige - Que os funcionários procurem expressar iniciativas.	,421	,000
2	Eficiência operacional - Como a empresa caracteriza sua flexibilidade perante as mudanças sociais, econômicas e políticas.	,297	,000
3	Fidelidade dos clientes - Como a empresa caracteriza a fidelidade de seus clientes - Para alguns produtos/serviços.	,175	,000
4	Tempo de lançamento de novos produtos - Qual o tempo necessário para o lançamento de um novo produto, desde a concepção até a primeira venda.	,125	,000
5	Fidelidade dos clientes - Como a empresa caracteriza a fidelidade de seus clientes - Para todos os produtos/serviços.	,100	,000
6	Dimensão e potencial do mercado - Quais veículos de propaganda normalmente utilizados pela empresa – Rádio.	,079	,000
7	Ganhos de escala - Quais políticas de responsabilidade social a empresa possui para o público externo - Comunidade (programas sociais e seus impactos na comunidade).	,058	,000
8	Satisfação dos empregados - Como a chefia de departamento da escala hierárquica deve agir - Interessar-se por mudanças internas e externas.	,046	,000

FONTE: Dados da pesquisa

A análise discriminante indicou também que 100% das empresas pertencentes ao grupo das capacidades diferenciadoras foram corretamente classificadas como sendo do seu grupo original. Tais resultados demonstram uma grande consistência do padrão de respostas das empresas em relação ao grupo a qual pertencem e à existência de diferenças em relação ao outro grupo, conforme demonstrado na Tabela 2.

TABELA 2 – Resultado da classificação dos grupos após a análise de discriminante das variáveis de capacidades diferenciadoras consideradas importantes pelas empresas.

Classificação dos resultados					
		Ward Method	Componentes do cluster		Total
			1	2	
Original	Número	1	9	0	9
		2	0	16	16
	%	1	100,0	0,0	100,0
		2	0,0	100,0	100,0

100,0% dos dados originais agrupados corretamente.

FONTE: Dados da pesquisa

A análise de discriminante processou uma função discriminante com 100% de significância, formada a partir das variáveis estudadas (Lambda de Wilks igual a 0,046 e significância de 0,000). O coeficiente de correlação canônica encontrado foi de 0,977, indicando que 95,45% ($[0,977^2]$) da variância podem ser explicados pelo conjunto das oito variáveis extraídas pelo método *Stepwise*. Tais resultados demonstram que a função discriminante possui alto grau de significância, com alto poder de ajuste aos dados.

Estas diferenças se evidenciam nas variáveis que foram discriminadas. Segundo a ordem da análise discriminante, as variáveis foram: satisfação dos empregados, eficiência operacional, fidelidade dos clientes, tempo de lançamento de novos produtos, dimensão e potencial do mercado, políticas de responsabilidade social para o público externo.

O Quadro 5 faz a associação das capacidades diferenciadoras e variáveis qualitativas selecionadas a questões que foram apresentadas no questionário respondido pelas empresas e discriminadas pelo programa SPSS 10.1.

QUADRO 5 – Identificação das capacidades diferenciadoras das empresas pesquisadas.

Capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras de gestão empresarial
para a criação e destruição de valor

Capacidade diferenciadora	Variável qualitativa selecionada	Pergunta do questionário
Relações de negócios	Satisfação dos empregados	O que a diretoria da empresa exige - Que os funcionários procurem expressar iniciativas
Conhecimento do negócio	Eficiência operacional	Como a empresa caracteriza sua flexibilidade perante as mudanças sociais, econômicas e políticas.
Relações de negócios	Fidelidade dos clientes	Como a empresa caracteriza a fidelidade de seus clientes - Para alguns produtos/serviços.
Inovação	Tempo de lançamento de novos produtos	Qual o tempo necessário para o lançamento de um novo produto, desde a concepção até a primeira venda.
Relações de negócios	Fidelidade dos clientes	Como a empresa caracteriza a fidelidade de seus clientes - Para todos os produtos/serviços.
Conhecimento do negócio	Dimensão e potencial do mercado	Quais veículos de propaganda são normalmente utilizados pela empresa – Rádio.
Conhecimento do negócio	Ganhos de escala	Quais políticas de responsabilidade social a empresa possui para o público externo - Comunidade (programas sociais e seus impactos na comunidade).
Relações de negócios	Satisfação dos empregados	Como a chefia de departamento da escala hierárquica deve agir - Interessar-se por mudanças internas e externas.

FONTE: Dados da pesquisa

O Quadro precedente mostra as capacidades diferenciadoras das empresas pesquisadas, destacando-se a relações de negócios (satisfação dos empregados e fidelidade dos clientes), bem como, em seqüência, segundo a análise discriminante, o conhecimento do negócio e inovação.

4.3 Análise das estratégias financeiras

Aplicou-se a mesma metodologia de análise de cluster das capacidades diferenciadoras. A análise do cluster das estratégias financeiras possibilitou classificar as empresas pesquisadas em dois grupos heterogêneos entre si e semelhantes dentro de cada um dos grupos. Destaca-se que seis empresas foram desconsideradas pela análise de cluster por apresentarem dados incompletos, totalizando 23 empresas divididas nos dois clusters, cluster 1 e 2, de estratégias financeiras.

A Tabela 3 mostra um resumo comparativo do perfil dos clusters estudados.

TABELA 3 – Resumo comparativo entre clusters para as variáveis de constituição jurídica, administração da empresa, controle administrativo, setor de atuação e faturamento anual.

	Cluster 1	Cluster 2
Número de empresas	7 empresas – 30,4%	16 empresas – 69,6%
Constituição jurídica	S A fechado – 85,7% Ltda – 14,3%	S A aberto – 18,8% S A fechado – 56,3% Ltda – 25,0%
Administração da empresa	Familiar – 28,6% Profissional – 71,4%	Familiar – 18,8% Profissional – 62,5% Mista – 18,8%
Controle administrativo	Privado – 100%	Privado – 100%
Setor de atuação	Indústria – 28,6% Serviços – 71,4%	Indústria – 37,5% Serviços – 37,5% Comércio – 18,8% Agribusiness – 6,3%
Faturamento anual	Médias empresas – 42,9% Grandes empresas – 57,1%	Médias empresas – 56,3% Grandes empresas – 43,8%

FONTE: Dados da pesquisa

Observa-se, na Tabela 3, que o cluster 1 destaca-se por ser um grupo formado pela maioria de empresas de sociedade anônima de capital fechado, de administração profissional e familiar, predominando o setor de serviços e empresas de grande porte. A diferença de um cluster para o outro se apresenta na administração da empresa, em que o cluster 2 possui 18,8% de administração mista, enquanto o cluster 1 possui 71,4% de administração profissional. No setor de atuação do cluster 2, além de indústria e serviços há também comércio e agribusiness, formado, em sua maior parte, por médias empresas.

A análise discriminante indicou também que 100% das empresas pertencentes ao grupo das estratégias financeiras foram classificadas corretamente como sendo do seu grupo original, como pode ser visto na Tabela 4. Tais resultados demonstram uma grande consistência do padrão de respostas das empresas em relação ao grupo a qual pertencem e à existência de diferenças em relação ao outro grupo.

TABELA 4 – Resultado da classificação dos grupos após a análise de discriminante das variáveis de estratégias financeiras consideradas importantes pelas empresas.

Classificação dos resultados					
		Ward Method	Componentes do cluster		Total
			1	2	
Original	Número	1	7	0	7
		2	0	16	16
	%	1	100,0	0,0	100,0
		2	0,0	100,0	100,0

100,0% dos dados originais classificados corretamente.

FONTE: Dados da pesquisa

A função discriminante foi processada com 100% de significância, formada a partir das variáveis estudadas. O coeficiente de correlação canônica encontrado foi de 1,000, indicando que 100% da variância são explicados pelo conjunto das dezesseis variáveis extraídas pelo método *Stepwise*. Tais resultados demonstram que a função discriminante possui alto grau de significância, com alto poder de ajuste aos dados, para as três estratégias financeiras: operacionais, financiamentos e investimentos.

O Quadro 6 associa as estratégias financeiras e as variáveis selecionadas nas questões que foram apresentadas no questionário respondido pelas empresas e discriminadas pelo programa SPSS 10.1.

QUADRO 6 – Identificação das estratégias financeiras utilizadas pelas empresas pesquisadas.

Estratégias financeiras	Variável selecionada	Pergunta do questionário
Operacional	Crescimento das vendas	Ampliar as variedades de produtos/serviços - Aumentar a rentabilidade
Financiamento	Custo do capital de terceiros	Para aumentar a rentabilidade de suas unidades de negócio - Financia somente com empréstimos de longo prazo
Operacional	Prazos operacionais de cobrança e pagamentos	Concessão de crédito
Investimento	Investimento em capital de giro	As aplicações financeiras da empresa são destinadas a <i>Hedge</i> financeiro
Operacional	Margem de lucro	Itens que afetaram os custos de fabricação - Variação cambial do real
Financiamento	Custo de capital de terceiros	Frequência de utilização de agentes financiadores para operações da empresa - Bancos públicos de longo prazo
Operacional	Crescimento das vendas	Reduzir a variedade de produtos/serviços oferecidos -

Capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras de gestão empresarial
para a criação e destruição de valor

		Surgimento de concorrentes mais competitivos
Operacional	Giro dos estoques	Duração do ciclo operacional da empresa
Operacional	Prazos operacionais de cobrança e pagamentos	Fluxo de caixa em relação ao financiamento – Fornecedores
Operacional	Prazos operacionais de cobrança e pagamentos	Fluxo de caixa em relação ao financiamento - Obrigações com credores
Investimento	Investimento em capital fixo	Frequência de investimentos em novos equipamentos e tecnologia
Operacional	Crescimento das vendas	Ampliar as variedades de produtos/serviços - Aumentar a fatia de mercado
Operacional	Prazos operacionais de cobrança e pagamentos	Concessão de crédito - Informações em outras empresas (referência comercial)
Financiamento	Custo do capital de giro	Motivos que levam a empresa a financiar o capital de giro - Para pagar dívidas
Financiamento	Custo do capital próprio	Para aumentar a rentabilidade de suas unidades de negócio - Financia somente com capital próprio

FONTE: Dados da pesquisa

Como pode ser observado no Quadro 6, as empresas pesquisadas foram administradas, preferencialmente, por meio de estratégias financeiras operacionais, tais como: crescimento das vendas, prazos operacionais de cobrança e pagamentos, margem de lucro, giro dos estoques.

4.4 Análise do valor agregado (EVA) das empresas pesquisadas

Conforme a metodologia explicada para os dados quantitativos, na Tabela 5 e 6 consta-se o valor do EVA, em reais, para as empresas pesquisadas. Para manter o sigilo empresarial, as empresas tiveram seus nomes modificados pelas siglas correspondentes a seu porte e setor de atuação, da seguinte forma: GS – Grande porte e setor de serviços; GA – Grande porte e setor de agribusiness; GI – Grande porte e setor industrial; MC – Médio Porte e setor de comércio; MI – Médio Porte e setor industrial; MS – Médio Porte e setor de serviços.

De acordo com as Tabelas 5 e 6, as empresas foram classificadas em criadoras de valor e destruidoras de valor. Assim, observa-se, na Tabela 5, que as empresas são criadoras de valor.

Na coluna do Valor Econômico Agregado (EVA), os números em parênteses indicam destruição de valor, em que uma empresa GS, uma GA, uma GI, duas MC, quatro MI, três MS, totalizando doze empresas, destruíram valor em suas operações. Dezesete empresas criaram valor, sendo seis GS, uma GA, três GI, três MC, duas MI e duas MS. Em suma, as empresas que mais criaram valor foram as de grande porte e do setor de serviços, enquanto as empresas de médio porte e do setor industrial destruíram valor em suas operações.

TABELA 5 - Empresas que criaram valor

Empresa		Demonstração do resultado					Valor Econômico Agregado (EVA) R\$ mil
		Receita líquida		Lucro / prejuízo			
		R\$ mil	Evolução real %	Bruto R\$ Mil	Operacional R\$ Mil	Líquido R\$ Mil	
1	GI	1529196	0,40	527178	181984,00	209218	74932,00
2	GI	416116	(11,80)	165797	124807,00	60782	30873,00
3	GI	402132	(19,50)	98644	26518,00	98287	39530,00
4	MI	29356	12,90	13159	5130,00	3345	2988,00
5	MI	148783	11,30	55283	44857,00	43092	24320,00
6	MS	17717	22,40	5696	537,00	479	34,00
7	GS	3627563	10,90	1747792	434838,00	414959	523145,00
8	GS	700388	18,40	342307	72439,00	56809	6044,00
9	GS	164107	(3,90)	41502	5821,00	3609	1291,00

Capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras de gestão empresarial
para a criação e destruição de valor

10	GS	70817	0,80	7609	2444,00	3011	1421,00
11	GS	139872	58,80	46893	31855,00	27135	11870,00
12	GS	50038	(24,90)	9997	10076,00	7371	3869,00
13	MS	19986	(10,10)	12214	5872,00	4767	2917,00
14	GA	127148	34,20	30845	4830,00	3214	1684,00
15	MC	32574	(0,70)	8809	1590,00	1097	8,00
16	MC	28521	5,90	8343	2303,00	2831	274,00
17	MC	24422	18,60	3073	774,00	812	123,00

FONTE: Dados da pesquisa

TABELA 6 - Empresas que destruíram valor

Empresa		Demonstração do resultado					Valor econômico agregado (EVA) R\$ mil
		Receita líquida		Lucro / prejuízo			
		R\$ mil	Evolução real %	Bruto R\$ Mil	Operacional R\$ Mil	Líquido R\$ Mil	
1	Mi	8882	(12,50)	855	(1042,00)	(201)	(648,00)
2	MI	10675	3,30	2579	12,00	(61)	(282,00)
3	MI	49330	(11,70)	26240	3238,00	377	(4431,00)
4	MI	5250	-	1194	(150,00)	(145)	(420,00)
5	GI	224252	23,60	41498	4530,00	2077	(10391,00)
6	MS	384453	12,90	153481	(5959,00)	56973	(2328,00)
7	GS	130407	16,40	52039	10862,00	8668	(1280,00)
8	MS	34063	(9,40)	-	-	546	(1381,00)
9	MC	25060	0,80	7123	1561,00	737	(413,00)
10	MC	14311	(12,50)	-	-	41	(246,00)
11	GA	65345	-	5648	(21,00)	10	(434,00)
12	MS	3884	-	(197)	(769,00)	(769)	(1762,00)

FONTE: Dados da pesquisa

5. CONSIDERACOES FINAIS

5.1 Capacidades diferenciadoras

Nesta pesquisa conceituaram-se as capacidades diferenciadoras como determinantes da gestão de criação de valor. As capacidades diferenciadoras que discriminaram as grandes e médias empresas da amostra, respectivamente cluster 1 e 2, na ordem de incidência, são:

- ✓ relações de negócios,
- ✓ conhecimento do negócio e
- ✓ inovação.

Cabe destacar que a capacidade diferenciadora “qualidade” não constituiu variável discriminante. O grupo constituído, em sua maior parte, pelas médias empresas, cluster 2, utilizou-se, para ser mais competitivo, da capacidade diferenciadora “relações de negócios”, atribuindo maior importância à satisfação dos empregados e fidelidade dos clientes. Utilizou também a capacidade diferenciadora “conhecimento do negócio”, enfatizando dimensão e potencial do mercado, juntamente com eficiência operacional. Já o cluster 1, composto na maior parte por grandes empresas, agiu estrategicamente por meio das capacidades diferenciadoras “conhecimento do negócio” e “inovação” em que os ganhos de escala e o tempo de lançamento de novos produtos no mercado são mais relevantes, respectivamente.

5.2 Estratégias financeiras

As estratégias financeiras estão voltadas ao objetivo da empresa de criar valor aos seus proprietários. São identificadas em três dimensões: operacionais, financiamento e investimento. As operacionais são estratégias e decisões-chave para administrar a utilização efetiva dos capitais investidos. Os financiamentos são estratégias de fonte de fundos de terceiros e próprios. Os investimentos são estratégias-chave para criação de valor aos proprietários.

As empresas do cluster 1 consideradas como de grande porte e que criaram valor utilizaram as seguintes estratégias financeiras **operacionais**:

- ✓ crescimento das vendas: mantiveram a variedade de produtos/serviços;
- ✓ prazos de cobrança e pagamentos: concederam crédito a clientes;

Capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras de gestão empresarial
para a criação e destruição de valor

- ✓ fluxo de caixa moderado, com tendência a muito elevado em relação ao pagamento de fornecedores;
- ✓ fluxo de caixa moderado com relação ao pagamento de obrigações com credores;
- ✓ margem de lucro: custos de fabricação afetados pela variação cambial;
- ✓ giro dos estoques: de 30 a mais de 120 dias.

Utilizaram também as estratégias financeiras de **financiamento**:

- ✓ custo do capital de terceiros: para aumentar a rentabilidade de suas unidades de negócio, financiado somente com empréstimos de longo prazo;
- ✓ custo do capital: financiado somente com capital próprio e fizeram uso das estratégias de investimento, tais como aplicações em capital fixo com frequência em novos equipamentos e tecnologias.

As empresas de médio porte (cluster 2) utilizaram as seguintes estratégias financeiras **operacionais** criadoras de valor:

- ✓ crescimento das vendas: ampliaram as variedades de produtos/serviços para aumentar a rentabilidade e para aumentar a fatia de mercado;
- ✓ reduziram a variedade de produtos/serviços pelo surgimento de concorrentes mais competitivos;
- ✓ prazos operacionais de cobrança e pagamentos: concederam crédito a clientes, sendo que algumas empresas utilizaram informações de outras empresas (referência comercial);
- ✓ fluxo de caixa moderado a elevado em relação ao financiamento para pagamento de fornecedores;
- ✓ giro dos estoques: ciclo operacional da empresa variando de menos de 30 dias até 120 dias.

As estratégias financeiras de **financiamento** foram:

- ✓ custo de capital de terceiros: utilização de agentes financeiros públicos de longo prazo;
- ✓ custo do capital de giro: financiado para pagar dívidas e estratégias de investimento, tais como capital fixo investido com frequência em novos equipamentos e tecnologias;
- ✓ investimento em capital de giro: as aplicações financeiras da empresa são destinadas a *hedge* financeiro.

Concluiu-se, portanto, que as empresas utilizaram com maior intensidade estratégias financeiras “operacionais” e capacidades diferenciadoras “relações de negócios”. Dessa forma, as estratégias financeiras e as capacidades diferenciadoras se configura, para a amostra das empresas estudadas, por meio das relações de negócios/estratégias financeiras operacionais, com as quais essas empresas criam valor econômico empresarial.

As empresas que destruíram valor, Tabela 6, utilizam com mais intensidade estratégias financeiras “operacionais” e capacidades diferenciadoras “relações de negócios”. A diferença marcante entre as empresas que criaram valor daquelas que não criaram é determinada pela estabilidade da evolução real, ou seja, pela estabilidade dos retornos operacionais.

6. BIBLIOGRAFIA

ASSAF NETO, A. **A contabilidade e a gestão baseada no valor**. Texto para Discussão, Série Contabilidade. Ribeirão Preto: FEA/USP, 1999. 15p.

FREZATTI, F. A decomposição do MVA[®] (Market Value Added) na análise de valor da empresa. In: **Revista de Administração da USP – RAUSP**. São Paulo, 34 (3), p. 32-43, julho/setembro, 1999.

GAZETA MERCANTIL. **Balanco Anual**. São Paulo: Ano XXV – nº 25, Julho de 2001.

GRANT, J. L. **Foundations of economic value added**. Pennsylvania: Published by Frank J. Fabozzi As., 1997. 119p.

SELLTIZ, C.; JAHODA, M.; DEUTSCH, M.; COOK, S. W. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. 2ª Ed. São Paulo: Editora pedagógica e universitária, 1974.

STEWART, G. B. **The quest for value**. New York: Harper-Collins Publishers, 1991. 781 p.