



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE CAMPINA GRANDE
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E SOCIAIS
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

GLAUBER FERNANDES VIEIRA DE FIGUEIREDO

**IDENTIFICAÇÃO E MENSURAÇÃO DO GRAU DE IMPORTÂNCIA
DOS DIRECIONADORES DE VALOR DAS INDÚSTRIAS DE
LATICÍNIO DA CIDADE DE SOUSA-PB**

**SOUSA - PB
2010**

GLAUBER FERNANDES VIEIRA DE FIGUEIREDO

**IDENTIFICAÇÃO E MENSURAÇÃO DO GRAU DE IMPORTÂNCIA
DOS DIRECIONADORES DE VALOR DAS INDÚSTRIAS DE
LATICÍNIO DA CIDADE DE SOUSA-PB**

**Monografia apresentada ao Curso de
Ciências Contábeis do CCJS da
Universidade Federal de Campina
Grande, como requisito parcial para
obtenção do título de Bacharel em
Ciências Contábeis.**

Orientador: Professor Me. Harlan de Azevedo Herculano.

**SOUSA - PB
2010**

GLAUBER FERNANDES VIEIRA DE FIGUEIREDO

**IDENTIFICAÇÃO E MENSURAÇÃO DO GRAU DE IMPORTÂNCIA DOS
DIRECIONADORES DE VALOR DAS INDÚSTRIAS DE LATICÍNIO DA CIDADE
DE SOUSA/PB.**

Esta monografia foi julgada adequada para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis do CCJS/UFCG, e aprovada em sua forma final pela Banca Examinadora designada pela Comissão dos Trabalhos de Conclusão do Curso do CCJS/UFCG.

SOUSA/PB, 08/07/2010.

BANCA EXAMINADORA

Prof. MSc. Harlan de Andrade Herculano
Professor Orientador – UFCG

Prof. MSc. Hipônio F. Guilherme
Membro Examinador – UFCG

Prof. MSc. Fábio J. Lira dos Santos
Membro Examinador – UFCG

A Deus, o único Senhor da minha vida, responsável por todas as conquistas.

À meus pais, Francisco Vieira e Aurení Fernandes, os maiores exemplos de batalhadores que conheço;

À minha esposa Laise Helena, pela companhia em todas as horas, exemplo para mim de força e superação;

Dedico

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, porque me amou desde toda a eternidade e me ama até hoje mais do que mereço, por me fazer entender que o amor tudo suporta, tudo supera e tudo crer, e perceber ao olhar para sua cruz que meus sofrimentos nada são além de “Marcas de Vitória”.

Aos meus pais Francisco Vieira de Figueiredo e Aureni Fernandes Vieira, por deixarem como herança os valores, o exemplo e por mostrarem todos os dias que o trabalho, a honestidade e o amor são os maiores Direcionadores de Valor para se constituir uma família feliz.

À minha esposa Laise Helena, pelo apoio irrestrito, pela confiança e por me fazer ficar mais perto de Deus a cada dia.

A minhas irmãs Maria Ercília, Maria Edília e Marielle e minhas sobrinhas Maria Eduarda, Beatriz e Caroline por sempre se fazerem presentes na minha vida, pela ajuda e pelo amor dedicado a mim.

À minha cunhada Laênia Angélica porque mesmo distante se faz presente em todos os momentos.

Aos amigos Glênio, Fabricia, Tiago, Diego e Larissa por me fazerem acreditar que a amizade é para sempre.

Ao SEBRAE-PB e aos amigos Rodrigo Gurgel e Moura por me proporcionarem mais do que um estágio, mas ensinamentos que levarei para sempre.

Aos professores Harlan de Andrade Herculano e Roberto Guimarães Junior, pela orientação e aprendizado que me proporcionaram na construção deste trabalho.

Enfim, a todos, que direta ou indiretamente contribuíram para a realização deste sonho e para a conclusão deste trabalho.

“Mesmo na tempestade, mesmo que se agite o mar, Te louvo, Te louvo em verdade [...] pois somente tenho a Ti, Tú és a minha herança”.

Martín Valverde

RESUMO

O mercado econômico mundial demanda das empresas que o compõem a cada dia maior eficiência e eficácia no trato de suas atividades. O resultado financeiro é tido como a principal meta a ser atingida por estas organizações, por isso, é indispensável que se tenha conhecimento de sua performance econômico-financeira e as variáveis capazes de modificar o valor da organização, os direcionadores de valor que são conceituadas como qualquer variável que afeta o valor da organização. Estes, por sua vez, se dividem entre financeiros e não-financeiros. Assim, o objetivo desta pesquisa é identificar e mensurar o grau de importância, na visão de especialistas e gestores, das variáveis que impulsionam e adicionam valor. Quanto aos procedimentos, a metodologia foi do tipo bibliográfica e *survey*. O universo desta pesquisa foram os gestores e chefes de setor das indústrias de Laticínio da cidade de Sousa/PB, totalizando 44 observações válidas. O instrumento de coleta de dados utilizado foi um questionário semi-estruturado, contendo uma pergunta aberta e uma lista de direcionadores de valor fechada. Quanto à abordagem do problema, utilizou-se o modelo quantitativo e, como técnica para identificação e análise dos principais direcionadores de valor e seus graus de importância a análise fatorial. Dentre os principais resultados do estudo, tem-se que os respondentes atribuíram alta relação com a geração de valor para as empresas quando se trata de direcionadores não-financeiros, como Qualificação Funcional, Experiência/Reputação dos Administradores, as Relações Interpessoais com a comunidade e clientes, representam os maiores graus de importância nesse processo. A inclusão de variáveis financeiras também é importante no processo como um todo. Para estudos futuros, sugere-se aplicar o mesmo estudo para empresas de outros ramos de atuação. Assim, será possível identificar a influência dos diversos direcionadores para os diferentes tipos de negócio.

Palavras-chaves: Direcionadores de Valor; Variáveis Financeiras e não-financeiras; Avaliação de Empresa.

ABSTRACT

The world economic market demand from companies that make up every day more efficiently and effectively in dealing with their activities. The financial result is considered the main goal to be achieved by these organizations, therefore, indispensable it becomes aware of its economic and financial performance and the variables that can modify the value of the organization, the value drivers that are conceptualized as any variable that affects the value of the organization. These, in turn, are divided between financial and nonfinancial. The objective of this research is to identify and measure the degree of importance, in view of specialists and managers, the variables that drive and add value. As for the procedures, the methodology was the type of literature and survey. The universe of this research were the managers and captains of industry of the dairy industry of the city of Sousa/PB, resulting in 44 valid observations. The data collection instrument used was a semi-structured questionnaire, containing an open question and a list of value drivers closed. As for addressing the problem, we used the quantitative model and, as a technique for identification and analysis of key value drivers and their degrees of importance to the factor analysis. Among the main results of the study is that respondents attributed high compared with the generation of value for companies when it comes to non-financial drivers such as Functional Qualification, Experience / Reputation of Management, Interpersonal relations with the community and customers represent the greatest degree of importance in this process. The inclusion of financial variables is also important in the process as a whole. For future studies, it is suggested to apply the same study to companies in other fields of activity. So, you can identify the influence of different drivers for different types of business.

Keywords: Drivers of Value; Variables financial and nonfinancial; Assessment Company.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Importação Brasileira de Produtos Lácteos 1998/2006*	18
Gráfico 2 – Exportações Brasileiras de Lácteos.....	18
Gráfico 3 – Produção de Leite no Estado da Paraíba	21
Gráfico 4 – Gráfico de Declive	44

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Métodos de Avaliação de Empresas.....	29
Tabela 2 – Análise de Confiabilidade.....	42
Tabela 3 – KMO and Bartlett's Test.....	42
Tabela 4 – Comunalidades	43
Tabela 5 – Total Variance Explained	45
Tabela 6 – Grau de Importância dos Direcionadores de Valor	46
Tabela 7 – Fatores 1 e 2.....	49
Tabela 8 - Fatores 3 e 4.....	50
Tabela 9 – Fatores 5 e 6.....	50
Tabela 10 - Fatores 7 e 8.....	51
Tabela 11 – Fatores 9 e 10.....	52
Tabela 12 – Fatores 11 e 12.....	52
Tabela 13 – Fatores 13 e 14.....	54
Tabela 14 – Fator 15	54

LISTA DE ABREVIATURAS

SEBRAE-PB	Serviço de apoio às Micro e Pequenas Empresas da Paraíba
SENAR	Serviço Nacional de Aprendizagem rural
EMBRAPA	Empresa Brasileira de Pesquisa e Agropecuária
Ambev	Companhia de bebidas das Américas

SUMÁRIO

1.	APRESENTAÇÃO	11
1.1	Delimitação do Tema e a Problemática	12
1.2	OBJETIVOS	13
1.2.1.	Objetivo Geral	13
1.2.2	Objetivos Específicos	13
1.3	JUSTIFICATIVA	14
1.4	METODOLOGIA DA PESQUISA.....	14
1.4.1	Tipologia da Pesquisa	14
1.4.2	Estratégias de Pesquisa	15
1.4.3	Universo e Amostra	15
1.4.4	Instrumentos de Pesquisa	16
2	O SETOR DE LATICÍNIOS	16
2.1	Produção de Leite no Brasil	17
2.2	Produção de Leite na Paraíba	20
3	VALOR DA EMPRESA	22
3.1	Definição de Valor	22
3.2	Avaliação ou Valoração (<i>Valuetion</i>) das Empresas	26
3.3	Principais métodos de Avaliação de Empresas	28
3.3.1	Modelos de Avaliação baseados no Balanço Patrimonial	30
3.3.2	Modelos de Avaliação baseados na Demonstração dos Resultados	30
3.3.3	Modelos de Avaliação Misto	30
3.3.4	Modelos de Avaliação baseados no Fluxo de Caixa	31
3.3.5	Modelos de Avaliação baseados na Criação de Valor	32
3.3.6	Outras Opções de Avaliação	34
4	DIRECIONADORES DE VALOR	35
5	ANÁLISE DOS DADOS	38
5.1	Análise Fatorial	38
5.2	Análise dos Dados e Interpretação dos Resultados	41
6.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	55
7.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	57

1. APRESENTAÇÃO

O cenário econômico mundial vive atualmente um momento de desenvolvimento singular em sua história, onde se pode observar uma integração econômica sem precedentes, resultado do processo de globalização. Mais do que isso, esse fato tem incorrido ao mundo a experiência de uma conexão não apenas financeira, como também cultural, política e social.

FINURAS (1999) descreve a globalização como sendo um conceito que descreve um processo de tendência para a mundialização não apenas da economia, mas também dos negócios, dos mercados, gostos e hábitos.

Esse fenômeno capitalista acabou por motivar as empresas a buscarem incessantemente a conquista de expressivos mercados consumidores que receptassem seus produtos e possibilitassem a expansão de seus negócios e, conseqüentemente, a maximização dos lucros.

Em meio ao ambiente altamente competitivo como o que estamos inseridos, uma avaliação do desempenho econômico-financeira das empresas configura-se como uma ferramenta imperativa para o trabalho de uma gestão bem sucedida. Haja vista que negociações muito comuns nos dias de hoje como: Aquisições, incorporações e fusões, somadas à necessidade de saber se estas estão ganhando ou perdendo valor, requer do avaliador a utilização de estimativas, pelo menos aproximadas, do valor que representam no mercado para auxiliar no momento dessas negociações.

Segundo exposição de EHRBAR (1999, apud LIMA *et al.*, 2006):

O valor é a melhor métrica de desempenho porque é a única que exige informação completa. Para compreender plenamente o processo de criação de valor é preciso usar uma perspectiva de longo prazo, gerenciar os fluxos de caixa tanto da demonstração dos resultados como do balanço patrimonial e saber como comparar os fluxos de caixa de diferentes períodos ajustados a seus riscos. É praticamente impossível tomar decisões corretas sem informação completa.

A definição do valor de determinado bem surge da avaliação comportamental de variáveis que afetam o patrimônio, os chamados direcionadores de valor. MARTIN (2005) apresenta duas visões conceituais para direcionadores de valor, Rappaport (1998) define direcionadores de valor como parâmetros básicos para valoração;

Copeland, Koller e Murrin (2000) os define como variáveis de desempenho sobre os quais a administração pode agir e que têm impacto nos resultados de um negócio, como por exemplo: a eficácia de produção ou a satisfação do cliente. As medidas associadas a esses direcionadores de valor são chamadas de indicadores chave de performance (ICP).

Os direcionadores de valor são, portanto, variáveis capazes de interferir de forma direta ou não na criação de valor de uma empresa, e ainda de forma positiva ou não.

1.1 DELIMITAÇÃO DO TEMA E A PROBLEMÁTICA

SCHMIDT e SANTOS (2002, p. 9 apud Guimarães Junior, 2007, p. 1): afirmam que “existe, atualmente, uma preocupação cada vez maior por parte de estudiosos do mundo inteiro sobre a lacuna existente entre o valor econômico da entidade e seu valor contábil”. Isso porque os ativos intangíveis como marcas, patentes, o capital intelectual da empresa dentre tantos outros, são registrados contabilmente tomando por base seus custos para criação e manutenção e não a preços de mercado.

Para se comparar um período com outro e tomar ciência do desempenho é necessário que estas disponham de uma medida adequada de seu desempenho econômico-financeiro, uma informação-padrão que sirva de base comparativa e confronto os números obtidos.

SCHMIDT (2006, p.3) descreve:

Uma vez identificado o que se quer medir e como será processada a medição, é importante estabelecer os padrões de comparação, ou seja, é preciso padronizar o sistema de medida, permitindo o estabelecimento de conceitos.

Para tanto, o conhecimento de quais variáveis são capazes de adicionar valor à empresa e seu grau de representatividade configura-se como uma importante ferramenta para a ampliação do Valor de qualquer organização empresarial. Os gestores devem estar atentos à performance destas variáveis, também chamadas *Value Drivers* ou Direcionadores de Valor e, direcionarem seus esforços em favor de sua maximização.

POUERI (2003) descreve:

"Um determinante ou direcionador de valor é qualquer variável que significativamente afeta o valor da organização, sendo úteis aos gestores quando organizados de forma tal que, esses possam avaliar seus impactos sobre o valor da organização e ajudá-los a conduzir a organização aos seus objetivos.

Na intenção de contribuir para o desenvolvimento da gestão local, este trabalho busca, através da aplicação de um questionário entre os gestores e demais funcionários detentores de conhecimento na área, responder ao seguinte questionamento: **Quais os direcionadores de valor, bem como seu grau de importância, favorecem a geração de rentabilidade para as empresas industriais de laticínio da cidade de Sousa/PB?**

1.2. OBJETIVOS

1.2.1. Objetivo Geral

- Identificar e mensurar o grau de importância, na visão de especialistas e gestores, das variáveis que adicionam valor às empresas de laticínio da cidade de Sousa/PB.

1.2.2. Objetivos específicos

- Identificar e analisar os principais direcionadores de valor das empresas de laticínio da cidade de Sousa/PB;
- Mensurar o grau de importância de cada direcionador de Valor;
- Estabelecer uma escala de importância de cada direcionador para a valoração da empresa;
- Agrupar os direcionadores de valor em macro-direcionadores.

1.3. JUSTIFICATIVA

A crescente mudança que vem ocorrendo nos meios empresariais tem impulsionado a questão da valorização patrimonial, fato que despertou nos gestores a necessidade de se identificar os pontos-chaves da valoração, o que realmente faz com que a empresa tenha seu capital aumentado.

Para isso a identificação de variáveis que exercem algum tipo de força no patrimônio e sua intensidade refletem diretamente o interesse e a razão de ser da empresa que é o ganho de capital e, conseqüentemente, recompensas financeiras para seus acionistas.

Neste sentido, fica evidente a relação existente entre a identificação desses direcionadores de valor e o sucesso obtido pela empresa, uma vez que estas precisam trabalhar cada vez mais esses fatores para que se tornem cada vez mais competitivas. Por isso o presente trabalho assume uma boa relevância quanto aos fins a que se propõe.

1.4 METODOLOGIA DA PESQUISA

1.4.1 Tipologia da Pesquisa

A realização dos procedimentos necessários à concretização do trabalho proposto foi traçado da seguinte maneira: inicialmente foi realizada uma pesquisa do tipo bibliográfica, pesquisa esta que objetiva *"conhecer as diferentes formas de contribuição científica que se realizaram sobre determinado assunto ou fenômeno"* OLIVEIRA (1999, p. 119), tomando por base referencial publicações de autores e obras de grande aceitação, etapa seguida por um aprofundamento nos conceitos apresentados de forma a contribuir para a elucidação das idéias expostas e torná-los claros, compreensíveis e objetivos. Feito isso, passou-se então à coleta dos dados, etapa que foi possibilitada a partir da realização de uma pesquisa de campo, cujo resultado se deu através da aplicação de um questionário direcionado aos proprietários, diretores e demais conhecedores do setor e do mercado analisado.

De acordo com OLIVEIRA (1999, p. 124) a pesquisa de campo não permite o isolamento e o controle das variáveis supostamente relevantes, mas possibilita o estabelecimento de relações constantes entre determinadas condições e determinados eventos observados e comprovados. Considerando os objetivos do trabalho, a metodologia da pesquisa foi do tipo exploratória, no sentido de proporcionar uma visão geral do objeto de estudo, na busca de identificar os direcionadores de valor e seu grau de importância para a criação de valor para as empresas industriais do setor de laticínios da cidade de Sousa/PB.

As pesquisas do tipo exploratórias têm por objetivo possibilitar ao seu idealizador a chance de fazer um levantamento provisório do fenômeno que deseja estudar de forma mais detalhada e estruturada posteriormente, além, de permitir a concretização de um levantamento da situação econômica de determinada faixa do mercado

consumidor. O trabalho experimental para ter a sua devida importância em termos de valor teórico ou social necessita de um cuidado mais aprofundado em relação àquilo que é tido como experimental (OLIVEIRA, Silvio Luiz de. 1999 p. 134). Esta se preocupa em identificar, registrar, estudar, enquadrar e interpretar os fatos colhidos, que no caso são os direcionadores de valor e o seu grau de importância para as empresas industriais do setor de laticínios da cidade de Sousa/PB.

1.4.2 Estratégia de Pesquisa

Concluídas as etapas que antecederiam a pesquisa de campo, passou-se então a etapa de planejamento da pesquisa, com a definição das possíveis variáveis que se apresentavam como geradores de valor do setor em análise e sua conseqüente disposição no questionário a ser aplicado.

A pesquisa foi do tipo *survey* cujo método para obtenção de informações se baseou na aplicação de um questionário aos participantes, os quais avaliaram os direcionadores de valor a partir de sua vivência e conhecimento do setor de Laticínios (JUNIOR, 2006 apud Malhota, 2001).

1.4.3 Universo e Amostra

O universo retratado por esta pesquisa são os gestores, diretores e demais detentores do saber das empresas industriais do setor de laticínios instaladas na cidade de Sousa/PB. A amostra pesquisada neste universo foi de 44 observações válidas, número este capaz de retratar a informação concernente a população que representa. De acordo com VIEIRA (2006, p. 15) Amostra refere-se a *"qualquer conjunto cujas características ou propriedades são estudadas com o objetivo de estendê-las a outro conjunto do qual o primeiro conjunto é considerado parte"*.

Como critério de amostragem foi utilizado a Amostragem Casual ou por Conveniência, método que se baseia, segundo OLIVEIRA (2004, p. 16) no princípio de que qualquer ponto de amostragem é suficiente, o que significa acolher como válido qualquer localização/tempo. Desta forma, os elementos pesquisados são selecionados simplesmente por estarem disponíveis no local e no momento em que a pesquisa foi realizada.

1.4.4 Instrumento de Pesquisa

Para a realização da coleta de dados fez-se necessário a aplicação de um questionário junto aos respondentes selecionados contendo uma pergunta subjetiva e uma lista de direcionadores de valor a serem respondidas de forma objetiva dentre seis alternativas disponíveis, dispostas da seguinte forma: cinco alternativas numéricas, correspondentes aos valores do intervalo 1 a 5 e, uma alternativa com a denominação NA, que faz referência a nomenclatura “Não se aplica”, alternativas que deveriam ser respondidas de acordo com a percepção dos gestores quanto à agregação de valor em suas empresas industriais.

2. O SETOR DE LATICÍNIO

Até o final da década de 80 o Governo Federal detinha o domínio sobre qualquer decisão acerca do mercado leiteiro e de seus derivados no país. O Estado era responsável por todas as transações realizadas no setor desde sua produção até a comercialização. Somente na década de 90 esse sistema veio a sofrer transformações, modificações estas que resultaram em uma redefinição dos padrões de concorrência na cadeia produtiva (Figueira e Belik, 1999).

Conforme observado na citação acima, a produção leiteira e de seus derivados no Brasil era amplamente controlada pelo Governo Federal, importações e até mesmo as produções leiteiras deviam passar pelo crivo da estrutura governamental conjuntura que, somente no início da década de 90 veio a ser temperada e modificada, repassando aos produtores e empresários do setor o poder de decisão sobre as questões de importação e precificação desses produtos.

Segundo ALVES (2005):

“O tabelamento do leite iniciado em 1945 no Rio de Janeiro, que se estendeu a todo país desde então, durou quase cinquenta anos. Todavia, ao contrário do propósito declarado pelo governo federal, o tabelamento que fixava preços e margens ao produtor, usina e consumidor não estimulou a produção de leite, nem tampouco a regularização do abastecimento, mas acabou inibindo o desenvolvimento do setor”.

2.1 Produção de Leite no Brasil

O setor de laticínios no Brasil atravessou um período de trevas que perdurou quase cinquenta anos, momentos difíceis, mas necessários para que mais tarde obtivesse o tão esperado fim do tabelamento e a abertura da economia para que desse início ao processo de recuperação do mercado de leite. Para se ter idéia, mais da metade do leite consumido no Brasil era de origem espúria, “o leite formal brasileiro enfrentava 40% de clandestinidade associados a mais 25% de importações” (GUIMARÃES JUNIOR, 2006).

Mesmo atravessando um período tenebroso em nosso país, o mercado lácteo conseguiu se sobressair e despontar como grande produtor e até exportador do produto.

De acordo com JUNIOR (2006):

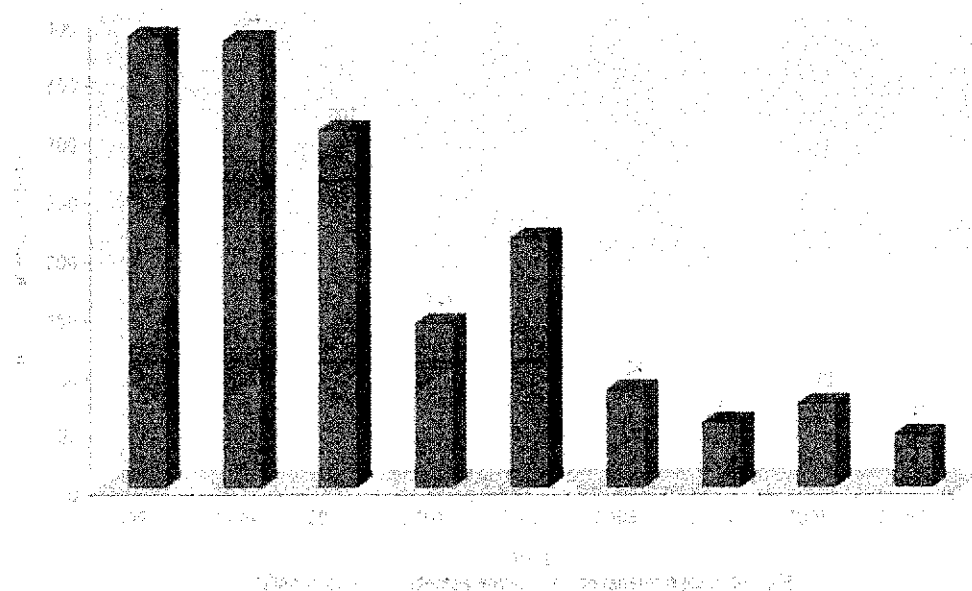
“A cadeia produtiva do leite no Brasil vem evoluindo de maneira consistente. A produção cresceu 121% entre 1980 e 2005 (Fonte: Embrapa – Gado de Leite) enquanto a população cresceu 64,4%. Antes colocado entre os maiores importadores mundiais, a partir do ano 2000 o Brasil passou a exportar leite”.

Portanto, as modificações realizadas no que se refere à competência na tomada de decisões modificaram bruscamente a realidade do comércio leiteiro do Brasil. A elucidação das regras de importação, a adoção de medidas fiscais mais eficientes em produtos importados, o câmbio livre e o início das exportações, fizeram o Brasil experimentar uma nova realidade. JUNIOR, Roberto H. Jank (2006).

A seguir, tem-se nos gráficos 1 e 2 uma demonstração histórica da situação do Brasil enquanto importador e exportador de leite e seus derivados. Tem-se que no decorrer dos anos avaliados houve uma queda considerável no que se refere a importação e um crescimento capaz de abastecer e suprir a necessidade interna de consumo, bem como uma produção suficiente para possibilitar sua exportação.

GRÁFICO 1

Importação brasileira de produtos lácteos 1998/2006*.
(Mil Kilos)



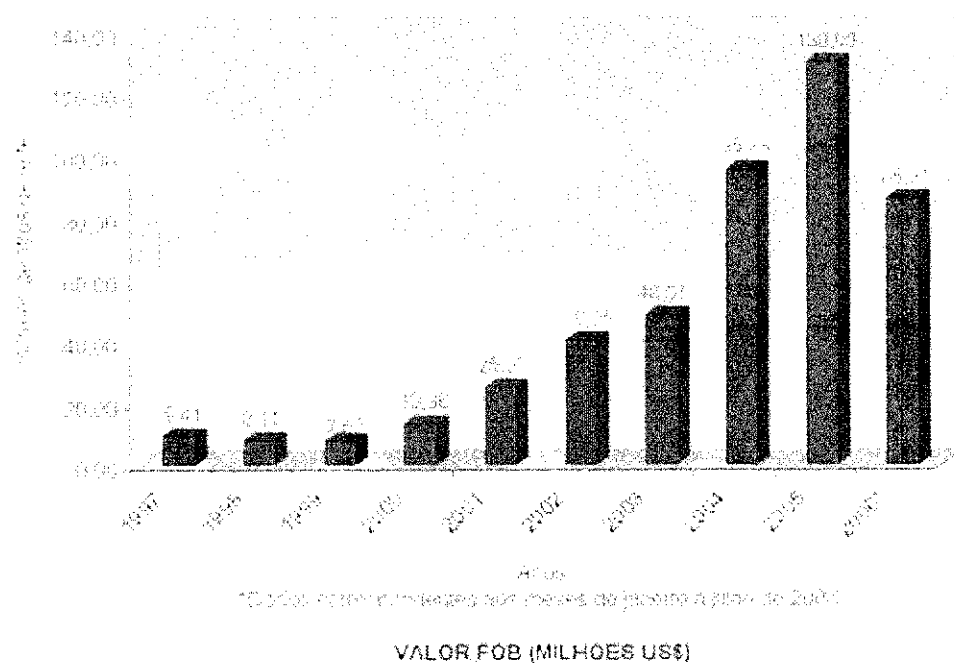
Estimativa Embrapa Gado de Leite

Fonte: IBGE – Pesquisa Pecuária Municipal

Elaboração: R. ZOCCAL - Embrapa Gado de Leite

GRÁFICO 2

Exportações brasileiras de lácteos.



Estimativa Embrapa Gado de Leite

Fonte: IBGE – Pesquisa Pecuária Municipal

Elaboração: R. ZOCCAL - Embrapa Gado de Leite

Barcaji, Hall e Zanon (2007) elucidam:

A produção de leite no Brasil é tipicamente sazonal, visto que é maior no verão do que no inverno. Tal comportamento reflete o sistema de produção, à base de pasto predominante no país. As forrageiras produzem mais no verão, o que causa maior produção de leite nesse período.

Embora possua atributos favoráveis à expansão do setor no Brasil, como o clima predominantemente tropical que não padece da rigidez das estações climáticas e, a detenção de uma extensa área territorial, o país sofre com a sazonalidade em sua produção, fator que provoca a oscilação desta produção e a não-manutenção de oferta em larga escala.

Para tanto, como forma de amenizar a situação Barcaji, Hall e Zanon (2007) cientificam os produtores de que estes “devem priorizar entre vários fatores, uma boa genética no rebanho, considerando que a missão do produtor de leite é fazer de sua profissão uma atividade econômica duradoura. Seu objetivo principal deve ser a sustentabilidade, visando à otimização do desempenho do rebanho e consequentemente o crescimento da atividade profissional”.

Vários fatores são relevantes no momento de se buscar a regularização do estado de sazonalidade verificado na produção, mas a seleção de uma genética adequada e o beneficiamento na alimentação do rebanho são alternativas benignas ao controle do problema.

Atualmente, segundo Alvim (2009), presidente da Comissão Nacional de Pecuária de Leite da Confederação da Agricultura e Pecuária do Brasil (CNA), o Brasil ocupa a sexta posição entre os maiores produtores de leite do mundo e apresenta o maior potencial de crescimento. Além disso, está posicionado como o quinto maior exportador do produto com grande possibilidade de se tornar o primeiro.

Tomando proveito da situação favorável em que se encontrava o Brasil ante a crise financeira que assolou o mundo no ano de 2009, o país passou a impulsionar em unidade com os demais países emergentes, a produção, comercialização e o consumo de produtos lácteos e assumiu a afeição de nação com maior potencial de ostentar a liderança das exportações do setor.

De acordo com uma pesquisa da sueca Tetra Pak Dairy Index “o Brasil ampliou o consumo em 2,5%, para 10,3 bilhões litros. Só na região Nordeste do país, o aumento foi de 20%”.

A verificação dos dados permite-nos chegar à conclusão de que a região nordeste foi o elemento territorial que mais contribuiu para a evolução do mercado leiteiro no país, haja vista, que em um aumento global de 2,5% a região nordeste respondeu por 20%, oito vezes superior ao constatado quando somado ao restante do país.

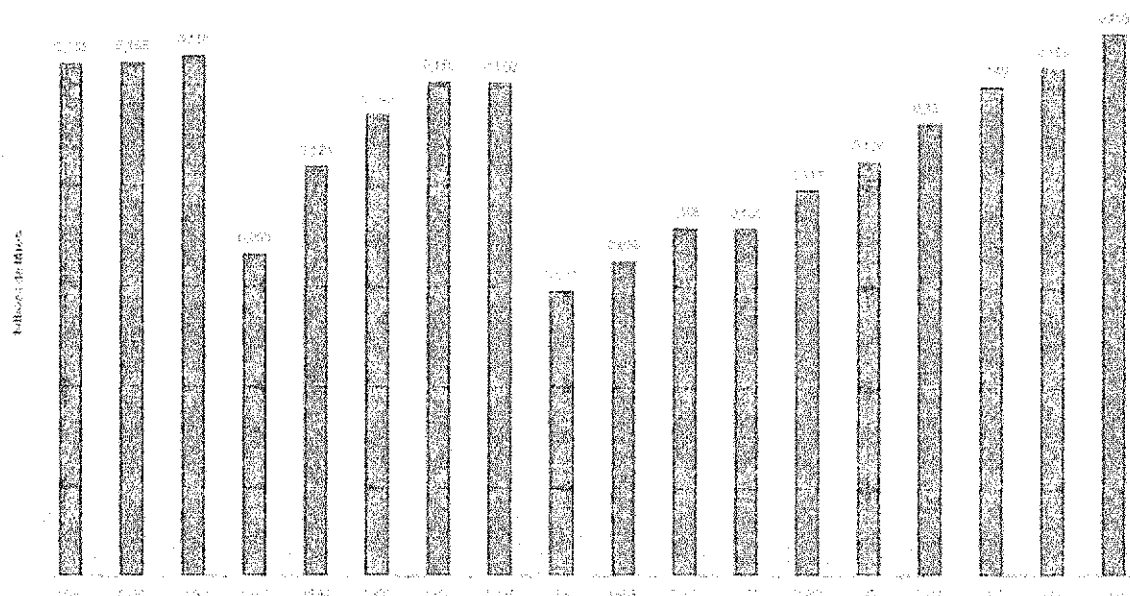
2.2 Produção de Leite na Paraíba

Em geral, a produção de leite no Brasil e em especial a da região nordeste, atravessa seu melhor momento produtivo até então, e a tendência é aumentar ainda mais a participação no mercado mundial, isso é o que evidenciam os estudos realizados nesse sentido pelos órgãos competentes.

A Paraíba por sua vez, tem-se mostrado em harmonia com os números obtidos pela região nordeste, bem como com os números do Brasil como um todo. Segundo dados estatísticos publicados pelo SEBRAE-PB e pelo SENAR-PB no ano de 2009, a região polarizada pelo município de Sousa/PB, tem-se tornado um celeiro na produção de leite e derivados no Estado. A produtividade que era em média de 4,8 litros/dia por animal, atualmente gira em torno de 12 litros/dia. Um superávit de aproximadamente 150%, acima inclusive do Estado de Minas Gerais, um dos maiores produtores de leite do País, que ostenta a produção de 8 litros/dia por animal (Fonte: Embrapa Gado de Leite).

Apresenta-se a seguir no gráfico 3 a representação produtiva de leite obtida no Estado da Paraíba para o período que compreende os anos de 1990 e 2007.

GRÁFICO 3
Produção de Leite no Estado da Paraíba 1990/2007*



* Estimativa Embrapa Gado de Leite

Fonte: IBGE – Pesquisa Pecuária Municipal

Elaboração: R. ZOCCAL - Embrapa Gado de Leite

Após uma queda impactante sofrida pela bacia leiteira do Estado no ano de 1996, quando atingira a marca de 870 (oitocentos e setenta) mil litros de leite, a produção de leite no Estado da Paraíba vem apresentando sinais de reação desde o ano de 1998, somando ganhos de produção sequenciadas, fato que resultou na melhor fase produtiva do Estado atingida no ano de 2007, onde a marca de 1.650.000 (Um milhão seiscentos e cinquenta) mil litros de leite foi produzida, conforme dados divulgados pela Embrapa Gado de Leite disposta no gráfico 3 (Fonte Embrapa Gado de Leite).

A região polarizada pelo município de Sousa/PB vivencia essa realidade de crescimento produtivo de forma intensa e economicamente positiva, haja vista que o município sente os resultados em todos os setores da economia local, desde os produtores que vendem a matéria prima (leite), a indústria de derivados de leite que produzem iogurtes, queijo, requeijão, doce, até chegar ao comércio agropecuário que também é beneficiada com a venda de ração, adubos e implementos agrícolas, fazendo desta região um importante mercado no comércio leiteiro.

3. VALOR DE EMPRESA

3.1 Definição de Valor

Definir o conceito de Valor é uma tarefa complexa, pois se trata de um verbete ou palavra que assume múltiplos sentidos e, portanto, de difícil conceituação. Esta palavra oriunda do latim *value* pode, ao mesmo tempo, fazer referência a qualidade, a quantidade, a importância etc., sendo seu sentido legitimado a partir da contextualização em que estiver empregada.

Ao se abordar a temática 'Valor' tem-se que este, na visão de MARTINS (2006, p. 15 apud Hensen 1980, p. 37) "pertence ao número daqueles conceitos supremos, como os do 'ser', 'existência' etc. que não admitem definição. Tudo o que se pode fazer é simplesmente tentar uma classificação ou mostração do seu conteúdo".

Dentro desta acepção de multiplicidade de conceitos para a expressão valor, pode-se afirmar que este é, algumas vezes, equivalente ao preço que se está disposto a pagar pela posse de algum bem ou pela prestação de algum serviço, ou ainda equivalente ao trabalho que se pretende realizar para sua obtenção. Mas, embora haja similaridade de conceitos entre valor e preço, estes não podem ser confundidos, ou simplesmente utilizados para expressarem a mesma idéia.

Schmidt, Santos e Fernandes (2006, p. 15) definem que o procedimento de determinação do valor de um bem parte do ato de mensuração "processo de designação de montantes quantitativos monetários aos objetos que estão sendo mensurados".

De acordo com Fernandez (2002, apud GUIMARÃES JUNIOR 2007, p. 15), "O preço pelo qual o vendedor e o comprador concordam em realizar uma operação de compra não precisa coincidir com o valor da empresa determinado por métodos de avaliação, até porque cada acionista ou comprador pode calcular esse valor com base em suas próprias premissas e critérios".

Portanto, o preço da negociação acordado entre as partes envolvidas, capaz de resultar na permuta entre os proprietários de uma empresa ou de outro ativo qualquer, não reflete necessariamente o valor econômico dos bens que o compõem, mas, o valor potencial dos benefícios futuros assegurados por esta. POUERI (2003, p. 11) considera que "o valor só é criado quando as receitas excedem todos os custos, inclusive os de capital".

D'Auria (1959, p. 397 apud Schmitz 2006, p. 15) conceitua o Valor como sendo a medida mental da utilidade ou eficiência das coisas composto por fatores positivos e negativos quais sejam: o uso, o tempo, a moeda, as leis econômicas e as condições da sociedade.

DIAS (2004, p. 254 apud Schmitz *et al* 2006, p. 15) define preço como "o montante de dinheiro pago em troca de um benefício proporcionado por um produto ou serviço".

A determinação do montante destinado a aquisição ou à venda de determinado bem ou serviço, pode ser semelhante ao seu valor como também pode não o ser, isso vai depender da situação em que a negociação será realizada.

Para Costa (2003) Preço é "a quantidade de unidades monetárias que se deve despendar na obtenção de uma unidade de determinado produto". Ao passo que Valor, na visão de Martins (2006, p. 22) é a quantidade de moeda atribuída a algum ativo, obrigação, a toda e qualquer receita ou despesa, perda ou ganho ou ainda ao lucro.

Então, conforme as definições apresentadas por Costa e Martins no parágrafo anterior para as denominações de Preço e Valor, temos que o primeiro representa a quantidade de moeda propriamente dita, necessária para sua obtenção, sendo este conjuntamente acordado entre as partes do processo. Já a definição para o segundo termo leva em consideração a condição de justiça para com os resultados potenciais ou esperados em um futuro próximo, em decorrência do trabalho já empregado com vistas à melhor valorizar o objeto em questão.

Say (1803, apud Meirelles, 2006) define com base no princípio da utilidade que os processos produtivos não são geradores de objetos, de matéria concreta, mas sim de utilidade. A criação de utilidade é o grande motor da economia, o fato gerador de riqueza. Independentemente das características formais do processo produtivo ou do produto, se mais ou menos tangível, todas as atividades que produzem utilidade são consideradas produtivas. Nesta perspectiva analítica, todos os serviços, de natureza essencialmente intangível, são considerados produtivos, porque são geradores de "utilidade" e, portanto, de riqueza.

Com o início do processo de globalização, o mercado passou a cobrar das empresas um esforço maior no que se refere à criação de valor, haja vista que deveria resistir à concorrência e buscar manter estável ou aumentar sua fatia de mercado. Isso acabou por motivar a busca incessantemente pela conquista de mercados consumidores

expressivos, capazes de aumentar significativamente a atuação de seus negócios e, conseqüentemente possibilitar a maximização de seus lucros. Fato que implicou em conseqüências favoráveis e desfavoráveis como: A expansão de mercados consumidores e o aumento indiscriminado do fator competitividade.

MAXIMIANO (2004, p. 107) conceitua:

Competitividade é uma tradução da idéia de eficácia, que se aplica particularmente a empresas. As empresas têm natureza competitiva – elas concorrem entre si disputando a preferência dos mesmos clientes e consumidores. O sucesso de uma pode significar o fracasso de outra.

Em decorrência desse processo, as empresas foram forçadas a investirem cada vez mais na qualificação de seus produtos como forma de manter-se no mercado. Para tanto, uma alternativa para a obtenção de recursos para tal, tomado por algumas dessas empresas, foi a abertura do capital da empresa, haja vista, que o lançamento de ações ao público aumenta vertiginosamente o fluxo de valores monetários.

Assaf Neto (2003, apud LIMA *et al*, 2006, p. 5) “demonstra que, dado o crescimento vultoso da competitividade, as organizações necessitam de investimentos muitas vezes expressivos. O objetivo desses investimentos resume-se na obtenção de possíveis ganhos adicionais ao custo do capital investido”.

Observando o site da BOVESPA teremos que “as empresas de capital aberto utilizam-se da Bolsa para captar recursos dos investidores com o objetivo de financiar seus projetos de investimento e se tornarem mais competitivas. Isso é essencial nos dias de hoje, já que o ambiente empresarial exige que os investimentos em modernização, atualização e pesquisa e desenvolvimento de novos produtos e processos sejam contínuos”.

Além das negociações na Bolsa de Valores, tem se tornado comum nos dias de hoje, tomarmos conhecimento da prática de negociações envolvendo empresas de diversos setores. Empresas que antigamente concorriam entre si passam a ladear no exercício de suas atividades, ou até mesmo a controlar uma concorrente, tendo em vista a ampliação de seus resultados financeiros.

Na Revista Veja, uma das maiores e mais influentes revistas do Brasil, em sua edição de julho de 1999, trata como reportagem de capa a criação da AmBev, empresa resultante da união entre as cervejarias Antártica e Brahma, resultando na maior

companhia de bebidas do Brasil e a quinta do mundo; na edição de janeiro de 2000, o destaque ficou para a mega-união entre as empresas AOL e a Times Warner, configurando até então o maior negócio da história do capitalismo, e; mais recentemente a união dos bancos Itaú e Unibanco deu início às atividades do maior grupo financeiro privado do Hemisfério Sul.

Fusões, cisões, incorporações e a venda de ações, causam impacto ao mercado em que atuam isso porque se trata de negociações bilionárias, que excedem em alto grau, o valor do patrimônio contabilizado nos demonstrativos contábeis.

Para MARTINS *et al* (2006, p. 263), as principais razões para a implantação de um processo de avaliação são: a compra e venda de negócios; fusão, cisão e incorporação de empresas; dissolução de sociedades; liquidação de empreendimentos; e, avaliação de habilidade dos gestores de gerar riqueza para os acionistas.

Os altos valores dessas negociações fazem com que os gestores passem a buscar alternativas para a mensuração do valor real de uma empresa, do quanto seria justo pagar pelos bens e direitos, bem como pelos indicadores não-financeiros ou ativos intangíveis, que representam atualmente o grupo dos direcionadores mais valorizados no mercado.

De acordo com Schmidt, Santos e Martins (2006, p. 7):

“A criação de valor nas organizações está rapidamente migrando dos ativos tangíveis para os intangíveis, ou seja, gerenciar os intangíveis passa a ser tão, ou mais, importante quanto gerenciar os tangíveis. Gerenciar os ativos intangíveis é estruturar o planejamento estratégico para a gestão de estratégias baseadas no conhecimento, que exploram o relacionamento com clientes, produtos e serviços inovadores, qualidade do banco de dados, habilidades e motivações dos empregados”.

Schmidt *et al* apud Rummler e Brache (1994, p. 14) defendem a importância de um sistema de mensuração de desempenho, argumentando que a ausência de um sistema de medição de desempenho afeta negativamente o desempenho global das organizações. Além disso, os autores destacam que o efeito negativo sobre o desempenho das organizações extrapola o nível da organização, afetando negativamente o comportamento humano. Sua argumentação está fundamentada no

fato de que a natureza humana está constantemente em busca de parâmetros para validar o seu comportamento.

3.2 Avaliação ou Valoração (*Valuetion*) das Empresas

De acordo com Damodaran, apud Pacheco (2004, p. 1) “Qualquer ativo pode ser avaliado”, ou seja, qualquer coisa que gere algum tipo de benefício, dinheiro ou tenha valor sentimental pode ser avaliado, precificado em termos monetários ou em termos de valor de troca.

O termo Valoração segundo Cerbasi (2003):

“É a correta tradução para a língua portuguesa do popular termo *valuation* – tem sido objeto de diversas correntes de pesquisa, que buscam no seu arcabouço teórico conceber modelos que ofereçam às negociações empresariais uma avaliação justa de quanto vale uma empresa ou quanto se deve pagar pelos resultados esperados da empresa, considerando o risco a ser assumido pelo eventual comprador”.

O processo de avaliação ou valoração de uma empresa refere-se ao processo de dotar toda uma estrutura física, bem como seu capital intangível, de um valor quantitativo justo e condizente com a realidade a qual está inserida. A maior preocupação para os empreendedores quanto ao processo de avaliação é saber se o resultado financeiro foi positivo e se este foi superior ao seu custo.

Young e O'Byrne (2003, p. 33) legitimam a importância da avaliação ao afirmar que quando se investe em um negócio, quando há o comprometimento de capital é porque se espera receber mais dinheiro no futuro do que o volume investido, afinal, se não houvesse essa expectativa já não se investiria em algo.

Segundo Cornell, apud GUIMARÃES JUNIOR (2007, p. 14):

“O objetivo de uma avaliação é estimar o valor justo de mercado de uma empresa. Tanto o termo avaliação, quanto o termo valoração, referem-se ao processo de estimar o preço pela qual uma propriedade trocaria de mãos entre um comprador e um vendedor. Quando o ativo avaliado é uma empresa, a propriedade que o comprador e o vendedor estão negociando consiste nos direitos de todos os detentores de títulos da empresa, incluindo ações, títulos e dívidas privadas”.

Na época presente o conhecimento dos métodos de Valoração ou Avaliação Financeira das organizações empresariais são premissas indispensáveis para quem exerce atividades no campo das finanças corporativas. Isso, porque há no meio acadêmico, uma multiplicidade de modelos destinados a este fim e, é de responsabilidade do avaliador a identificação daquele que melhor julgamento faz do objeto e seu desígnio.

Muller e Teló (2003, p. 97) asseveram:

"As avaliações de entidades ou negócios dependem, em grande parte, das expectativas futuras de desempenho. Os métodos e medidas disponíveis para a avaliação acabam por envolver determinado grau de julgamento. Os métodos variam muito e freqüentemente envolvem a realização de ajustes arbitrários baseados em evidências empíricas limitadas e no instinto".

A utilização de um modelo que não esteja diretamente focado ao propósito fim da avaliação pode resultar em uma mensuração cujo valor seja injusto para uma das partes e que não satisfaça as expectativas de quem a realiza.

A avaliação econômica das organizações empresariais configura-se como um dos tópicos mais discutidos quando se fala em Contabilidade Financeira e Corporativa na atualidade, isso porque o sistema capitalista no qual estamos inseridos requer destas organizações a avaliação contínua de seu capital de forma a manter sempre atualizados os acionistas e demais interessados na determinação do valor demonstrando-se preocupadas com o valor agregado e a criação de Valor para os acionistas.

Sobre isso, GUIMARÃES JUNIOR (2007, p. 14) defende: A avaliação ou valoração (*valuation*) de empresas tem sido objeto de diversas correntes de pesquisa, que buscam conceber modelos que ofereçam às negociações empresariais uma avaliação justa de quanto vale uma empresa e quanto se deve pagar pelos resultados esperados da empresa, considerando o risco a ser assumido pelo comprador.

MARTINS (2006, p. 310) assevera:

"O processo de avaliação econômica de um empreendimento, todavia, também inclui situações que envolvem total incerteza sobre os resultados futuros de determinado evento associado ao objeto avaliado. Os investimentos em pesquisas de produtos inovadores,

cujos estados futuros sejam totalmente imprevisíveis, podem ser considerados eventos que ocorrem num ambiente de incerteza”.

Analisar o valor de uma empresa é uma tarefa bem mais complexa do que precificar um produto ou serviço, pois, envolve além do patrimônio físico existente e constante nos demonstrativos contábeis, os ativos intangíveis, capital este de difícil mensuração que exige da pessoa competente um conhecimento pleno do mercado em que está inserido e, dos resultados potenciais, haja vista que estes resultarão de um esforço ou investimento já realizado e consciente de que no momento de uma negociação o valor desta avaliação representa uma interação entre expectativas de compradores e vendedores.

3.3 Principais Métodos de Avaliação de Empresas

Sob a ótica de diferentes autores e obras acerca da temática Avaliação, um grande número de métodos pode ser utilizado para se determinar ao valor representativo do patrimônio de uma empresa, estes modelos representam alternativas que podem ser utilizadas para a obtenção do valor ou estimativa do quanto vale um bem móvel ou imóvel.

A identificação de qual método é o mais eficiente e que melhor julgamento faz do capital de uma empresa é uma tarefa que requer um conhecimento pleno da empresa em questão, isso porque os valores alcançados podem variar e assumir resultados distintos face sua complexidade e rol de interesses envolvidos.

Sobre isso PEREIRA (2007, p. 212) escreve: “Toda avaliação tem um propósito, que não se encerra em si mesma, mas se relaciona ao contexto em que se insere. A razão da existência de uma avaliação de desempenhos, no contexto empresarial, consiste em atender a necessidades do processo de gestão das atividades”.

Os modelos definidos na avaliação das empresas devem representar as perspectivas e potencialidades do negócio trazendo para o valor presente todos os seus ativos e passivos para então dotar sua estrutura de um valor justo.

PACHECO (2004) corrobora:

“A aplicação de metodologias erradas num processo de avaliação pode gerar resultados diametralmente opostos da realidade acarretando em significativas perdas, pois as diferentes metodologias partem de diferentes princípios. O entendimento destes princípios é

essencial para que o analista encarregado da avaliação possa escolher a metodologia mais apropriada”.

MARTINS (2006, p. 263) elucida: “Não existe um valor correto para um negócio. Pelo contrário, ele é determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados”.

Portanto, levando em consideração as citações apresentadas, pode-se assegurar que não existe uma fórmula correta de se avaliar um objeto, há sim uma convergência para a aplicação de determinado modelo em face do interesse, ocasião ou mesmo da limitação de informações e dos instrumentos de avaliação. Portanto, cabe ao avaliador a escolha do modelo mais apropriado.

FERNANDEZ (2002 apud Junior 2007, p. 19) classifica os métodos de avaliação de empresas em seis grupos distintos, quais sejam: Os modelos baseados no Balanço Patrimonial, os baseados na Demonstração de Resultados, os Mistos (GOODWILL), os baseados no Fluxo de Caixa Descontado, os baseados na Criação de Valor além de outras opções de modelos em uso.

Na tabela abaixo pode ser mais claramente observada as alternativas de avaliação de empresas devidamente divididas em grupos segundo exposição de Fernandez.

TABELA 1
Métodos de Avaliação de Empresas

Baseados no Balanço Patrimonial	Baseados na Demonstração de Resultados	Misto (Goodwill)	Fluxo de Caixa Descontado	Criação de Valor	Opções
	Modelo do Valor dos Lucros	Modelo Clássico		Economic Value Added EVA	Black and Scholes
Valor Contábil	Modelo do Lucro por Ação	Modelo Simplificado da União Européia	Fluxo de Caixa Livre		Oções de Investimentos
Valor Contábil Ajustado	Modelo do Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Modelo dos Peritos Contábeis Europeus		Cash Flow Return on Investment CFROI	Expansão de Projeto
Valor de Liquidação	Modelo do Valor de Dividendos	Métodos indiretos	Equity Cash Flow		Adiantamento de Investimentos
	Modelo dos Múltiplos de Vendas	Compra de Lucros Anuais		Market Value Added MVA	
Valor Substancial	Outros Modelos de Múltiplos	Taxa de Risco Relativo e de Risco Livre	Capital Cash Flow	Outros Modelos	Usos Alternativos

Fonte: JUNIOR (2007, p. 19)

3.3.1 Modelos de Avaliação baseado no Balanço Patrimonial

Os modelos de avaliação baseados no Balanço Patrimonial levam em consideração apenas os valores referentes ao custo original dos ativos, são modelos que não abarcam a idéia de que o capital das empresas sofre alterações com o tempo.

De acordo com Muller e Teló (2003):

“Esses modelos não consideram outros fatores que afetam o valor de uma empresa, como o posicionamento no mercado de atuação, os recursos humanos, os problemas organizacionais, contratuais e outros, que não aparecem nas demonstrações contábeis”.

Em termos gerais, esses modelos são pouco usuais, haja vista que não abrangem uma importante parcela de indicadores, os não financeiros como é o caso do capital intelectual empregado nas empresas, o valor representativo de uma marca no mercado, patentes etc.

3.3.2 Modelos de Avaliação baseado na Demonstração de Resultados

Os modelos baseados na Demonstração dos Resultados do Exercício determinam o valor das empresas por meio dos resultados obtidos e evidenciados nos demonstrativos contábeis, entre outros indicadores esses modelos buscam através do volume de vendas e lucro determinar o valor dessas empresas.

“É muito comum, por exemplo, analisar o desempenho de empresas multiplicando sua capacidade de produção anual (ou suas receitas anuais) por uma taxa, conhecida como múltiplo” Muller e Teló (2003). O taxa ou múltiplo seria o valor de uma ação, um parâmetro que relaciona um valor de mercado e o Lucro por ação o valor a ser multiplicado para se chegar ao valor da empresa.

De acordo com Damodaran (1997, apud Pacheco 2004, p. 5) “esta metodologia de avaliação assume que o valor de uma empresa pode ser determinado em função de múltiplos de preço ou de valor de outras empresas”.

Isso significa dizer que a avaliação baseada na Demonstração dos Resultados se utiliza basicamente do senso comum para discorrer que bens equivalentes devem apresentar valor semelhante, ou seja, que o objeto avaliado devendo assumir valores aproximados ao preço com que seus pares foram recentemente negociados, esse modelo pode também ser denominado de Avaliação Relativa.

3.3.3 Modelos de Avaliação Misto (GOODWILL)

O *Goodwill* representa a valorização financeira verificada por uma empresa em determinado período quando da realização de avaliação em seu patrimônio, levando em consideração seu valor atual e o contabilmente registrado em suas demonstrações.

Almeida e Haiji (1997) descrevem o *goodwill* como sendo a representação da diferença existente entre o valor atual dos fluxos de caixas futuros, gerados pelos ativos da empresa e o valor dos custos dos elementos que propiciariam a movimentação desse fluxo, que costumam não ser registrados devido às dificuldades quanto à questão da objetividade.

De acordo com ARAÚJO (2002 apud Junior, 2007):

O *Goodwill* é a valoração (*valuation*) que uma empresa tem e que se apresenta cima de seu valor contábil. Este representa o valor dos ativos intangíveis (marca, capacidade empresarial, capital intelectual, etc.) de uma empresa, além de seus ativos tangíveis, registrados na contabilidade empresarial.

Desta forma, o *Goodwill* representa a diferença entre o valor contábil e o seu valor real. Este leva em consideração um importante bem que é o capital intangível da empresa, capital de difícil mensuração, mas que é de grande relevância.

Muller e Teló (2003) descrevem: “esses modelos procuram determinar o valor da empresa através de uma estimativa que combina o valor de seus ativos líquidos adicionados a um ganho de capital proveniente do valor de futuros lucros”. Ou seja, os modelos baseados no *goodwill*, utilizam uma abordagem miscigenada que envolve a avaliação estática dos ativos de uma empresa e os valores mensurados que esta poderá gerar no futuro.

3.3.4 Modelos de Avaliação baseados no Fluxo de Caixa

A avaliação de empresas deve ser realizada levando em consideração suas expectativas de geração futura de caixa, isso porque o valor de uma empresa refere-se ao valor presente dos seus fluxos futuros de caixa, descontados a uma taxa que reflita o risco inserido, Damodaran (2002, apud JUNIOR, 2007, p. 21)

De acordo com Young e O'Byrne (2003, p. 33)

"Esse Valor é função de três principais fatores: a *magnitude*, o *Timing* (momento da ocorrência) e o *grau de incerteza* dos fluxos de caixa futuros (...) Conhecer o tamanho dos fluxos de caixa e os *timing* em que ocorrem ainda não é tudo. Uma vez que os fluxos ocorrerão no futuro, haverá sempre o risco de que ele não se materializará como planejado".

Quando realizada sob o fundamento do método do Fluxo de Caixa tem-se por base a teoria de que o valor de um negócio depende de expectativas de seus resultados convertidos para um valor presente por meio do desconto de uma taxa condizente com o risco.

SANTOS et al (2006, p.12) defende:

"A abordagem do fluxo de caixa descontado, segundo Damodaran (1997), é ideal para a avaliação de entidades cujos fluxos de caixa sejam positivos e que possam ser estimados com um alto grau de confiabilidade e em que exista um substituto para o risco que possa ser utilizado na determinação da taxa de desconto".

MARTINS (2006, p. 275) corrobora: "Entre os modelos apresentados, o fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento".

3.3.5 Modelos da Avaliação baseados na Criação de Valor

A criação de Valor é, segundo Young e O'Byrne (2003) e Martin et al (2005), a melhor demonstração do sucesso corporativo. Significa a concretização da finalidade principal da empresa que é a geração de divisas para os acionistas.

O acompanhamento da evolução patrimonial e da criação de valor para as empresas é fator preponderante a ser observado por estas, isso porque este acompanhamento tem por objetivo visualizar o sistema para então possibilitar a implementação de diretrizes e atividades que venham a fazer com que este crescimento se torne efetivo. Fato este que fez do modelo "Avaliação de Empresas baseadas na Criação de Valor" um dos métodos mais usuais e discutidos pelos autores da área.

De acordo com Muller e Teló (2003) os modelos de criação de valor são todos representados praticamente pelo EVA, e faz-se muito pouco uso de modelos não convencionais como o do lucro econômico e o do valor de caixa adicionado.

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 de capital Young e O'Byrne (2003, p. 31).

Trata-se de um indicador financeiro que considera como valor adicionado apenas aquela importância que excede os custos operacionais, bem como o custo do capital empregado em determinado período. Sua contabilização pode ser realizada ao aplicar a seguinte fórmula:

$$EVA = EBIT \cdot (1 - t) - k_w \cdot C$$

Onde:

$EBIT$ = lucro operacional antes dos impostos;
 t = alíquota de imposto;
 k_w = custo médio ponderado de capital;
 C = Capital empregado.

Subtraindo-se do valor auferido pela EVA da empresa aplicando-se a fórmula acima a taxa k_w , teremos como resultado o VPL – Valor Presente Líquido, que somado ao capital aplicado no início das atividades encontra-se o valor da empresa.

$$VE = EVA_D + C$$

Onde:

VE = Valor da Empresa;
 EVA_D = EVA° descontado a valor presente.

“Mas, quando a intenção é mensurar o valor do negócio em termos de mercado, ou seja, a diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital investido pelos acionistas, a melhor opção é o MVA [...] o MVA mede a geração de valor de uma empresa em relação aos investimentos realizados” JUNIOR (2007, p. 22).

Schmidt, Santos e Martins (2006, p. 45) definem o MVA como sendo “o valor atual dos futuros EVA° . Seu objetivo é medir a valorização ou desvalorização da empresa em função da obtenção de EVA° negativo ou positivo”.

O MVA refere-se, portanto, a uma avaliação de desempenho contábil que evidencia se o resultado auferido pela empresa em determinado período foi positivo ou não. Seu objetivo é mensurar a força que o EVA° exerce no valor de mercado da empresa.

Segundo Malvessi (2000, apud Schmidt et al, 2006, p. 52) a fórmula do MVA® é definida da seguinte forma:

$$\begin{aligned} \text{MVA}^{\circledR} &= \text{Valor de mercado da empresa} - \text{Valor investido pelo acionista} \\ \text{MVA}^{\circledR} &= \text{Valor presente dos futuros EVA}^{\circledR} \end{aligned}$$

3.3.6 Outras Opções de Avaliação

Como observado nos parágrafos passados, há uma diversidade enorme de métodos para se avaliar o capital de um empreendimento. Minard (2004, p.15 apud GUIMARÃES JUNIOR, 2007, p. 26) defende:

"O método mais adequado é o VPL. No entanto, as possibilidades de rever a estratégia inicial e alterar o plano de investimento de acordo com as novas condições econômicas, são chamadas de flexibilidades gerenciais". Então, "quando o projeto apresenta grande incerteza e flexibilidades gerenciais significativas, o VPL precisa ser remodelado para capturar o valor dessas flexibilidades"

O autor apresenta como o VPL como alternativa para valoração da empresa utilizando-se da seguinte equação:

$$VPL_{\text{expandido}} = VPL_{\text{tradicional}} + \text{Valor}_{\text{flexibilidade gerencial}}$$

4. DIRECIONADORES DE VALOR

Que o objetivo principal das empresas desde o momento em que são iniciadas suas atividades é a busca por resultados financeiros positivos isso é evidente e não se pode contestar, a capacidade de geração de valor é uma das etapas mais importantes a serem observadas no momento em que se vai investir um dado valor financeiro, haja vista que este deve, na pior das hipóteses, ser superior ao custo do capital investido.

Para POUERI (2003) partindo da visão baseada em valor, é perceptível que uma entidade só institui valor, só gera retorno financeiro quando todos os seus custos são excedidos pela receita obtida, somando-se inclusive os custos de capital e, que para os gestores terem a noção deste desempenho deve-se identificar quais as variáveis são capazes de exercer algum tipo de força sobre o capital investido possibilitando sua movimentação e resultando na geração de valor ao negócio, são os chamados *value drivers* ou Direcionadores de Valor.

De acordo com Helfert, apud Martin *et al* (2005, p. 39):

“O valor para o acionista é criado quando os retornos de fluxo de caixa provenientes dos investimentos excedem o custo médio ponderado de capital da companhia. Isso representa o crescimento no valor econômico do capital da empresa ao longo do tempo e tem como contrapartida os ganhos com dividendos e ganhos de capital”.

Os Direcionadores de Valor identificados como variáveis capazes de influenciar de forma direta na geração de divisas para as empresas e seus acionistas, serão constituídos como parâmetros e estes deverão ser observados quando do processo de avaliação dos resultados e confrontados com os valores obtidos para então detectar a valoração ou não do empreendimento.

O termo “Direcionadores de Valor” ou “*Value Drivers*” é relativamente novo no meio acadêmico e refere-se a “qualquer variável que exerça influência sobre o valor de uma empresa. GUIMARÃES JUNIOR (2007) define os *value drivers* (direcionadores de valor) como medidas pró-ativas sobre as quais as empresas podem atuar para antecipar resultados, com o objetivo de criar valor para os acionistas.

Com essa conceituação o autor quer dizer que os direcionadores de valor, quando corretamente identificados, agem dentro da empresa como pontos-chave, responsáveis por identificar dentro de sua estrutura os elementos que causam maior impacto sobre o valor.

COPELAND, KOLLER e MURRIN, apud Guimarães Junior (2007, p. 33) mostram que o trabalho necessário para a identificação dos Direcionadores de Valor capazes de constituir uma medida padrão, que sirva de base comparativa entre os resultados, deve seguir três princípios norteadores, quais sejam: ligação direta entre a criação de valor para o acionista e o dever de ser aplicado à toda a organização; o segundo sustenta que esses direcionadores devem ser utilizados como medidas-chave financeiras e operacionais; e, o terceiro afirma que estes direcionadores devem abranger o crescimento de longo prazo e o desempenho operacional.

Os Direcionadores de Valor são medidas estratégicas de desempenho e podem ser classificados como medidas (ou direcionadores) financeiras e medidas (ou direcionadores) não-financeiras.

Os Direcionadores Financeiros de acordo com MARTIN et al (2005, p. 40) são “basicamente medidas financeiras conhecidas e utilizadas pelos gestores e analistas financeiros, tendo porém como limitação não darem indicações sobre o potencial de geração de lucros futuros da empresa”.

Para Pace, Basso e Silva (2003) “As medidas financeiras se apresentam muito padronizadas entre empresas e setores econômicos e encontram-se subordinadas às normas ditadas pelas autoridades e fundamentadas em práticas contábeis centenárias e de grande aceitação”.

Portanto, os Direcionadores Financeiros são determinados a partir do acompanhamento histórico dos demonstrativos contábeis e constituem-se essencialmente de ativos e passivos tangíveis, facilmente identificáveis nestas demonstrações.

Os Direcionadores Não-Financeiros, segundo CASELANI e CASELANI (2006): “estão associados à eficiência operacional da empresa e são necessários para complementar as informações financeiras”.

Estes direcionadores são de difícil mensuração, pois se trata essencialmente de domínios intangíveis, variantes que se desfiguram de empresa para empresa, alguns exemplos podem ser destacados: a força e a credibilidade que determinada marca exerce no mercado; o valor do capital intelectual à serviço da empresa; o bom relacionamento existente consumidores e fornecedores etc.

É perceptível que há no cenário atual certo distanciamento entre o valor contábil e o valor de mercado dos empreendimentos, consequência do alto grau de intangibilidade verificado em seu patrimônio.

Druker (1976, p. 297, apud ROCHA) há muito, já assegurava:

"indústrias do conhecimento, que produzem e distribuem idéias e informações, e não bens e serviços, responderam em 1955 por um quarto do Produto Nacional Bruto dos Estados Unidos... no fim dos anos 70 responderá pela metade... passamos de uma economia de bens, tal como se classificava a América até a Segunda Guerra Mundial, para uma economia do conhecimento".

ROCHA (Ano) "Os métodos de avaliação de um empreendimento primavam por revelar o valor dos seus ativos físicos, o valor do patrimônio. Adotava-se numa visão de propriedade de bens e direitos que perfaziam o valor da empresa".

5. ANÁLISE DOS DADOS

Considerando o enfoque do problema e o objetivo a que se propõe o presente trabalho, uma pesquisa no moldes da análise quantitativa foi realizada. A pesquisa quantitativa, diferente da qualitativa, caracteriza-se pelo emprego de instrumentos estatísticos na coleta e no tratamento dos dados. A precisão dos resultados obtidos evita distorções de análise e interpretação, possibilitando uma margem de segurança quanto às inferências feitas (RICHARDSON, 1999, apud JUNIOR, 2007, p. 46).

Portanto, a pesquisa quantitativa caracteriza-se pela apuração de opiniões e visão de mercado dos entrevistados, pois a utilização dos questionários possibilita a percepção de dados precisos que constituam uma observação global do que percebem os entrevistados acerca do assunto. Concluída a coleta dos dados, aplicou-se por fim a técnica estatística e análise dos resultados, dando ênfase aos direcionadores de valor não-financeiros.

5.1 Análise Fatorial

A Análise Fatorial (AF) é uma técnica de estatística multivariada bastante ampla e antiga, utilizada principalmente nos estudos de avaliação de escalas na área de psicologia. É utilizada quando se deseja avaliar construtos, que não são mensuráveis diretamente, como inteligência e satisfação. Os objetivos da AF podem ser a caracterização dos avaliados, levando-se em conta um conjunto eventualmente grande de variáveis, e a descrição de inter-relação dessas variáveis, eventualmente explicitando uma estrutura de interdependência subjacente aos dados. ARTES (1998, apud Moraes e Abiko, 2006).

De acordo com Costa (2006) *“A denominação **Análise Multivariada**” corresponde a um grande número de métodos e técnicas que utilizam simultaneamente todas as variáveis na interpretação teórica do conjunto de dados obtidos”*.

A Análise Fatorial é utilizada como ferramenta estatística de tratamento e estudo dos dados, possibilitando a redução e sumarização dos resultados, de forma a realizar uma combinação entre aquelas que assumem características particulares e mais facilmente visualizadas.

De acordo com REIS (2001, apud Moraes e Abiko, 2006) A Análise Fatorial inclui um conjunto de técnicas estatísticas cujo objetivo é representar ou descrever um número de variáveis iniciais a partir de um menor número de variáveis hipotéticas.

Costa (2006) define:

A Análise Fatorial é um nome genérico dado a uma classe de métodos estatísticos multivariados cujo propósito principal é definir a estrutura subjacente em uma matriz de dados. Em termos gerais, a análise fatorial aborda o problema de analisar a estrutura das inter-relações (correlações) entre um grande número de variáveis (por exemplo, escores de testes, itens de testes, respostas de questionários), definindo um conjunto de dimensões latentes comuns, chamados fatores.

A associação desses resultados em grupos de variáveis afins possibilita ao observador chegar a conclusões coerentes, pautadas em informações seguras em um número inferior de conceitos do que as variáveis originais que, conjuntamente originaram fatores, que são combinações lineares ou partes comuns, que explicam o todo.

De acordo com JUNIOR (2007, p. 46), alguns exemplos de aplicação da técnica da Análise Fatorial são:

- (a) segmentar mercado para identificar as variáveis latentes segundo as quais se agrupam os consumidores;
- (b) determinar os atributos de uma marca que influenciam a escolha do consumidor;
- (c) identificar hábitos de consumo de mercado alvo;
- (d) identificar características específicas de determinado perfil de consumidor; e
- (e) identificar e mensurar a importância dos direcionadores de valor para as empresas.

A análise fatorial que representa a relação funcional entre os direcionadores de valor das empresas industriais de laticínio adaptado de Mingoti (2005, p. 101) é dada a partir do seguinte modelo:

$$F_i = W_{i1}Y_1 + W_{i2}Y_2 + W_{i3}Y_3 + \dots + W_{ik}Y_k + V_iE_i \quad 1$$

Sendo:

- F_i = estimativa (escore) do $i_{ésimo}$ fator comum;
- W_{i1} = peso ou coeficiente do escore fatorial;
- $Y_1 = i_{ésimo}$ direcionador de valor (variável independente ou prognosticadora);
- k = número de direcionadores de valor (variáveis independentes)
- V_i = coeficiente padronizado de regressão do vetor de erros aleatórios;
- E_i = vetor de erros aleatórios.

MALHOTRA (2001, apud GUIMARÃES JUNIOR, 2007) informa que, para se fazer uma análise fatorial bem feita, é necessário seguir alguns passos. O primeiro consiste em formular o problema e identificar as variáveis a serem analisadas. A seguir, deve-se construir uma matriz de correlação dessas variáveis e determinar o método de análise fatorial. Existem vários métodos para se realizar uma análise fatorial, porém os mais usados são: Análise de fatores comuns e análise de componentes principais. Segundo HAIR Jr. *et al* (2005, p. 99) “tanto a análise de componentes quanto a análise de fatores comuns chegam a resultados essencialmente idênticos se o número de variáveis excederem 30 ou se as comunalidades excederem 0,60 para a maioria das variáveis”

Na presente pesquisa, o método de análise utilizado foi a de análise de componentes, onde 42 variáveis foram observadas, cujas comunalidades ultrapassaram em sua totalidade o valor 0,60, cujo resultado traduz que, quanto maior o seu valor, maior será seu poder de explicação.

Comunalidades segundo GUIMARÃES JUNIOR (2007, p. 48), representa a quantia total de variância que uma variável original compartilha com todas as outras variáveis incluídas na análise e é representada pela seguinte equação:

$$I_i = \sqrt{\lambda_i} \cdot e_i$$

Sendo: I_i , $\sqrt{\lambda_i}$ e e_i , a comunalidade, o autovalor e o autovetor da variável X_i , respectivamente.

Para auxiliar e facilitar a interpretação dos dados utilizou-se a rotação dos fatores, método que minimiza o número de variáveis e as simplifica quando estas exercem forte encargo sobre os fatores. De acordo com MORAES e ABIKO (2006): “Uma rotação fatorial é o processo de manipulação ou de ajuste dos eixos fatoriais para conseguir uma solução fatorial mais simples e pragmaticamente mais significativa, cujos fatores sejam mais facilmente interpretáveis”. Nesta pesquisa o modelo de rotação utilizado para a interpretação dos fatores foi o Varimax, modelo que maximiza os efeitos das cargas fatoriais, facilitando, desta forma, a identificação de relações entre estas, Hair *et al* (2005, apud Silva *et al*, 2007).

Na presente pesquisa, há em seu questionário a inserção de 42 variáveis que, possivelmente afetariam o valor das empresas pesquisadas, estas passam por uma verificação de correlações existente, para então dar início à Análise dos dados. Para isso utiliza-se o teste de esfericidade de Bartlett, que é uma estatística usada para

examinar a hipótese nula (H_0) de que as variáveis não sejam correlacionadas na população (matriz de correlação igual a matriz identidade), fornecendo a “probabilidade estatística de que a matriz de correlação tenha ligação significativa entre pelo menos algumas variáveis”. HAIR Jr, *et al* (2005, p. 98 apud GUIMARÃES JUNIOR, 2007, p. 49). Os valores Sig. $\leq 0,05$ são apropriados, pois é o valor adequado para os estudos em ciências sociais.

Realizada a verificação de correlação entre as variáveis, passa-se então a observação estatística de adequacidade de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO), usada para avaliar a adequacidade da análise fatorial parte do princípio de que para que este possa se adequar aos dados é necessário que a matriz correlata inversa seja próxima da matriz diagonal. Para ela não existe um valor fixo mínimo adotando-se, portanto, valores disposto no intervalo de $0,5 \leq KMO \leq 1,0$, pois, quanto mais próximo de 1,0 for o KMO , mais próxima da matriz diagonal é a matriz de correlação inversa, o que estiver abaixo de 0,05, portanto, é inadequado. MINGOTI (2005, apud GUIMARÃES JUNIOR, 2007, p. 50).

5.2 ANÁLISE DOS DADOS E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

O primeiro passo a ser dado para a análise dos dados é verificar a confiabilidade da escala utilizada, para isso utilizou-se o método Alfa de Cronbach, exame que busca mensurar a consistência interna dos itens através da aplicação da fórmula disposta a seguir:

$$\alpha = \left(\frac{k}{k-1} \right) \times \left[\frac{1 - \sum S_i^2}{S_{\text{soma}}^2} \right]$$

Onde: k indica o número de itens (ou questões), S_i^2 indica a variância para cada um dos itens (ou a variância das notas de cada uma das questões) e S_{soma}^2 a variância da soma de todos os itens (ou a variância das notas do exame). Quanto mais próximo de 1,0 for o resultado maior a confiabilidade apresentada pelos números, evitando-se aquelas que apresentarem resultados inferiores a 0,70.

Na Tabela 2, verifica-se que o valor obtido pela pesquisa encontra-se próximo de que se espera para uma análise confiável “1” (0,865), indicando, com isso, que a para um número de 42 itens pesquisados a análise dos dados reflete 86,5% de confiança e que a análise não conseguirá explicar 13,5%. O que é um bom percentual, haja vista, que há uma linha de aceitação até a 60% de confiabilidade.

TABELA 2

Análise de Confiabilidade	
Alfa de Cronbach	Nº de Itens
,865	42

Fonte: Cálculo do autor

Observada a confiabilidade dos dados pesquisados, as próximas induções estatísticas a serem observadas são: o teste de esfericidade de Bartlett e o teste KMO – *Kaiser-meyer-Olkin* que indicam a estatística usada para examinar a hipótese de que as variáveis não sejam correlacionadas e o índice usado para analisar a adequacidade da análise fatorial respectivamente. Conforme tabela 3.

O teste KMO busca mensurar a consistência interna dos dados, identificar se os fatores encontrados na AF conseguem descrever satisfatoriamente as variações dos dados originais. Já o teste de esfericidade de Bartlett's busca avaliar a relação existente entre os indicadores.

TABELA 3

KMO and Bartlett's Test		
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,683
	Approx. Chi-Square	1276,887
Bartlett's Test of Sphericity	DF	861
	Sig.	,000

Fonte: Cálculo do autor

Pelos resultados apurados, verificou-se que a adequação para realização da análise fatorial face o valor estatístico alcançado tanto para o teste $KMO = 0,683 (> 0,5)$, como também para o teste de esfericidade que obteve resultado igual a 0,000 (valores no intervalo 0,00 e 0,05) o que demonstra plena viabilidade para a realização da análise fatorial que segue esta fase.

Na Análise Fatorial far-se-á a definição do número de fatores a serem estudados, para isso, empregou-se o método de análise dos principais elementos, por meio da decomposição espectral da matriz de correlação em seus autovalores e autovetores, pois, tanto todas as variáveis tiveram communalidades superiores a 0,60, apresentadas na Tabela 4, como existem 42 variáveis em estudo MINGOTI; HAIR *et al* (2005, apud JUNIOR, 2007, p. 51).

TABELA 4

Comunalidades	
FINANCIAMENTOS NÃO REEMBOLSÁVEIS	,812
FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	,762
MELHOR GESTÃO DO FLUXO DE CAIXA	,853
MAIOR QUANTIDADE DE VENDAS	,783
MAIOR RETORNO S/ VENDAS	,811
MAIOR % DE VENDAS REPETIDAS	,866
CLIENTES QUE MELHORAM A IMAGEM DA EMPRESA	,777
MAIS INVESTIMENTO DE CAPITAL	,809
MENOS RECLAMAÇÕES DE CLIENTES	,781
MAIS PESQUISA DE MERCADO	,756
ENTREGAS PONTUAIS	,853
MENOR TEMPO DE CICLO DE FABRICAÇÃO	,791
MAIOR PORCENTAGEM DE CLIENTES FIDELIZADOS	,839
MENOR TEMPO ENTRE PEDIDO E ENTREGA	,707
MENORES CUSTOS OPERACIONAIS POR EMPREGADO	,794
MAIS GASTOS COM P&D	,787
MAIOR QUANTIDADE DE CONTAS A RECEBER S/ VENDAS	,892
PARTICIPAÇÃO DOS FUNCIONÁRIOS NA GESTÃO	,780
DISPUTAS JUDICIAIS TRABALHISTAS	,894
IGUALDADE DE OPORTUNIDADES NA CARREIRA DO FUNCIONÁRIO	,834
MAIOR % DE CLIENTES PROSPECTADOS QUE CONCRETIZAM OPERAÇÕES	,764
FINANCIAMENTO PARA CAPITAL DE GIRO	,856
FINANCIAMENTO POR MEIO DE CAPITAL DE RISCO	,730
MAIOR NÚMERO DE NOVOS PRODUTOS	,823
MAIOR % DE VENDAS DE NOVOS PRODUTOS	,842
MAIS PARTICIPAÇÃO DE MERCADO	,896
PERCEPÇÃO DA MARCA	,787
MAIOR NÍVEL DE TITULAÇÃO DE EMPREGADOS	,886
MAIS TREINAMENTO DOS FUNCIONÁRIOS	,827
MAIOR ENVOLVIMENTO COM A COMUNIDADE	,863
ALIANÇAS ESTRATÉGICAS	,820
POLÍTICA DE BENEFÍCIOS PARA OS FUNCIONÁRIOS	,768
GESTÃO DE PROJETOS	,797
DIVERSIFICAÇÃO DE CLIENTES	,815
DIVERSIFICAÇÃO DE PRODUTOS	,798
CONTINUIDADE DE GESTÃO	,784
EXPERIÊNCIA/REPUTAÇÃO DOS ADMINISTRADORES	,782
DESCENTRALIZAÇÃO DO CONTROLE DA EMPRESA	,762
DESENVOLVIMENTO DE EMPREGOS/EMPREGADOS	,818
MAIOR ROTATIVIDADE DE FUNCIONÁRIOS	,667
PARTICIPAÇÃO DOS FUNCIONÁRIOS NOS LUCROS E RESULTADOS	,805
IDENTIFICAÇÃO DE OPORTUNIDADES NO GOVERNO	,874

Fonte: Cálculo do autor

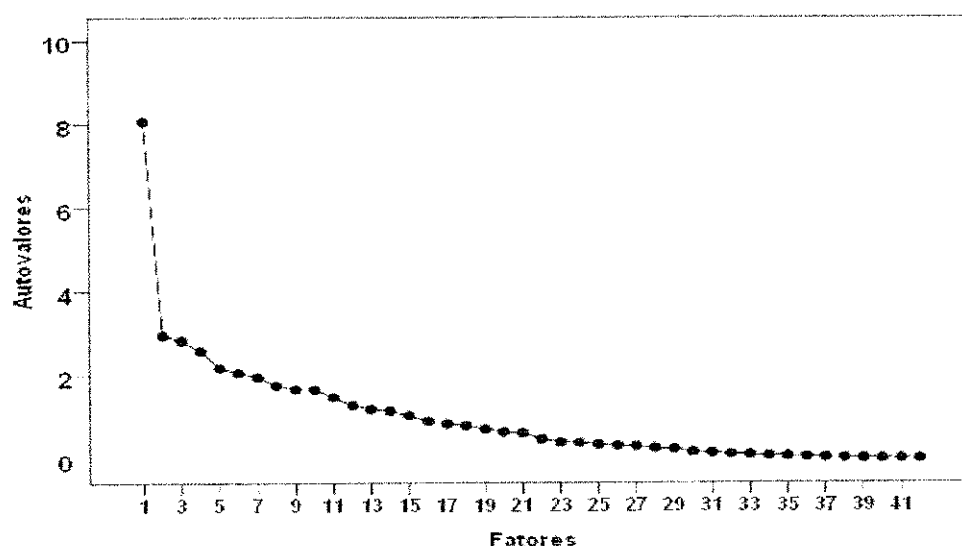
Para a determinação do número de fatores a serem estudados, há pelo menos três passos a serem observados, conforme JUNIOR (2007): (a) análise da proporção da variância total relacionada com cada autovalor λ_i , dada pela relação entre λ_i e o traço

da matriz de correlação das variáveis originais, onde o traço da matriz de correlação das variáveis originais (direcionadores) é igual a 42, permanecendo as componentes cujos autovalores representem maiores proporções da variância total (MINGOTI, 2005). Como não há um valor limite, tomou-se nesse estudo, como valor mínimo o percentual acumulado maior ou igual a 80%; (b) comparação do valor numérico de λ_i com o valor 1, também conhecido como “critério da raiz latente” (HAIR JR. *et al*, 2005, p. 101), onde o número de componentes retidos é igual ao número de autovalores λ_i maiores ou iguais a 1. A idéia deste critério é manter no sistema novas dimensões que representem pelo menos a informação da variância de uma variável original KAISER (1958 *apud* MINGOTI, 2005); (c) observação do Gráfico de Declive, que é o gráfico do número de componentes *versus* os seus respectivos autovalores. “O ponto no qual o gráfico começa a ficar horizontal é considerado indicativo do número máximo de componentes a serem extraídos” (HAIR JR. *et al*, 2005, p. 102).

A seguir tem-se o gráfico 4 (Gráfico de Declive) e a tabela 5 contendo os componentes e seus autovalores e percentual da variância. Observando o gráfico percebe-se que a linha do gráfico inicia a posição horizontal pela 22ª componente. Na tabela 4, a componente que apresenta a variância percentual acumulada acima de (>80%) e a última componente que apresenta um autovalor λ_i maior que 1 são a mesma, 15ª componente cuja variância percentual acumulada é igual a 80,821%.

Gráfico 4

Gráfico de Declive



Fonte: Cálculo do autor

É importante notar que os critérios descritos levam em consideração apenas a grandeza numérica dos autovalores, sendo importante também uma observação que contemple a interpretabilidade dos fatores capazes de identificar as variáveis de maior importância de seu grupo ou fator, sendo os mais simples possíveis que possam explicar o fenômeno.

TABELA 5
Total Variance Explained

Fatores	Iniciais			Extraídos		
	Autovalores	% of Variance	Cumulative %	Autovalores	% of Variance	Cumulative %
1	8,068	19,208	19,208	4,711	11,217	11,217
2	2,964	7,056	26,265	2,558	6,091	17,309
3	2,839	6,759	33,024	2,306	5,489	22,798
4	2,591	6,168	39,192	2,252	5,362	28,160
5	2,184	5,200	44,392	2,245	5,346	33,507
6	2,070	4,928	49,320	2,202	5,244	38,750
7	1,967	4,684	54,004	2,154	5,129	43,880
8	1,764	4,200	58,204	2,122	5,051	48,931
9	1,677	3,993	62,197	2,107	5,016	53,947
10	1,671	3,978	66,175	2,048	4,876	58,823
11	1,482	3,530	69,705	1,972	4,696	63,518
12	1,289	3,069	72,774	1,936	4,610	68,129
13	1,191	2,837	75,611	1,924	4,582	72,711
14	1,151	2,741	78,353	1,802	4,289	77,000
15	1,037	2,468	80,821	1,605	3,821	80,821
16	,903	2,150	82,971			
17	,838	1,995	84,965			
18	,801	1,906	86,872			
19	,711	1,693	88,565			
20	,644	1,533	90,098			
21	,617	1,469	91,567			
22	,469	1,117	92,684			
23	,398	,948	93,632			
24	,384	,914	94,546			
25	,342	,813	95,359			
26	,321	,764	96,123			
27	,305	,727	96,850			
28	,258	,615	97,464			
29	,235	,559	98,023			
30	,167	,397	98,420			
31	,152	,362	98,782			
32	,122	,290	99,072			
33	,103	,245	99,317			
34	,076	,181	99,498			
35	,068	,163	99,661			
36	,055	,130	99,791			
37	,035	,083	99,874			
38	,026	,062	99,936			
39	,016	,039	99,975			
40	,005	,012	99,987			
41	,004	,010	99,997			
42	,001	,003	100,000			

Fonte: Cálculo do autor

Dentre as 42 variáveis, 15 destas foram selecionadas pelo critério maior facilidade, 9 capazes de explicar 80,821% da variância total, seguido das etapas: (a) organização

decrecente em grau de importância dos direcionadores de valor; (b) interpretação e análise de fatores retirados através da seleção das mais importantes de cada fator; (c) interpretação dos fatores através do entendimento do significado do conjunto de variáveis selecionadas.

Segundo COSTA (2006), a rotação dos fatores pode ser obtida de duas formas: a rotação ortogonal (rotação varimax), que mantém os fatores não correlacionados e a rotação oblíqua, que torna os fatores correlacionados entre si, ultrapassada essa etapa calculou-se as cargas fatoriais (autovetores) de cada variável dos 15 fatores e, ordenaram decrescentemente em termos de valores de cargas, as variáveis da primeira componente (fator) visto que o autovalor deste fator implica em um percentual de variância total explicada 1,84 vezes maior que o segundo fator e 2,04 vezes maior que o percentual da variância explicada pelo terceiro fator. Portanto, ao ordenar os graus de importância de cada direcionador pertencente ao primeiro fator, ordenaram-se os direcionadores objeto desta pesquisa, conforme apresentação disposta a seguir:

TABELA 6
Grau de Importância dos Direcionadores de Valor

DIRECIONADORES DE VALOR	GRAU DE IMPORTÂNCIA
EXPERIÊNCIA/REPUTAÇÃO DOS ADMINISTRADORES	,820
MAIOR ENVOLVIMENTO COM A COMUNIDADE	,773
MAIOR QUANTIDADE DE CONTAS A RECEBER S/ VENDAS	,751
DESCENTRALIZAÇÃO DO CONTROLE DA EMPRESA	,717
MAIOR NÍVEL DE TITULAÇÃO DE EMPREGADOS	,482
MAIS TREINAMENTO DOS FUNCIONÁRIOS	,446
ALIANÇAS ESTRATÉGICAS	,427
MELHOR GESTÃO DO FLUXO DE CAIXA	,419
MAIOR ROTATIVIDADE DE FUNCIONÁRIOS	,394
GESTÃO DE PROJETOS	,365
DIVERSIFICAÇÃO DE CLIENTES	,337
MAIS GASTOS COM P&D	,333
CONTINUIDADE DE GESTÃO	,332
MAIOR QUANTIDADE DE VENDAS	,325
POLÍTICA DE BENEFÍCIOS PARA OS FUNCIONÁRIOS	,315
FINANCIAMENTO POR MEIO DE CAPITAL DE RISCO	,305
FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	,271
MENOR TEMPO DE CICLO DE FABRICAÇÃO	,247
PARTICIPAÇÃO DOS FUNCIONÁRIOS NA GESTÃO	,197
DESENVOLVIMENTO DE EMPREGOS/EMPREGADOS	,181
MAIOR NÚMERO DE NOVOS PRODUTOS	,178
MAIOR % DE CLIENTES PROSPECTADOS QUE CONCRETIZAM OPERAÇÕES	,177

Continuação da Tabela 6

FINANCIAMENTO PARA CAPITAL DE GIRO	,164
MAIOR RETORNO S/ VENDAS	,163
MAIOR PORCENTAGEM DE CLIENTES FIDELIZADOS	,156
DISPUTAS JUDICIAIS TRABALHISTAS	,153
MAIOR % DE VENDAS REPETIDAS	,139
MENOR TEMPO ENTRE PEDIDO E ENTREGA	,126
DIVERSIFICAÇÃO DE PRODUTOS	,114
MAIOR % DE VENDAS DE NOVOS PRODUTOS	,094
MENORES CUSTOS OPERACIONAIS POR EMPREGADO	,082
IGUALDADE DE OPORTUNIDADES NA CARREIRA DO FUNCIONÁRIO	,068
MAIS INVESTIMENTO DE CAPITAL	,059
FINANCIAMENTOS NÃO REEMBOLSÁVEIS	,043
ENTREGAS PONTUAIS	,015
CLIENTES QUE MELHORAM A IMAGEM DA EMPRESA	,011
MAIS PESQUISA DE MERCADO	-,011
MAIS PARTICIPAÇÃO DE MECADO	-,019
MENOS RECLAMAÇÕES DE CLIENTES	-,037
PARTICIPAÇÃO DOS FUNCIONÁRIOS NOS LUCROS E RESULTADOS	-,110
IDENTIFICAÇÃO DE OPORTUNIDADES NO GOVERNO	-,198
PERCEPÇÃO DA MARCA	-,393

Fonte: Cálculo do autor

Considerando a tabela 6 que dispõe sobre o grau de importância exercido pelas variáveis pesquisadas na agregação de valor das empresas do setor de laticínios da cidade de Sousa/PB, verificou-se a existência de uma íntima ligação entre a valorização e o capital intelectual destas empresas. Isso porque se constatou que das 20 variáveis apontadas como as mais importantes na agregação de valor, 12 estão diretamente relacionados ao grau de envolvimento e conhecimento das pessoas que a compõem.

Sendo a experiência/reputação, a titulação, o treinamento, a ascensão funcional dentre outras variáveis as que mais valorizam e aumentam o capital das empresas, conclui-se que o resultado obtido pela pesquisa está em concordância com as mudanças que vêm ocorrendo no mundo globalizado que, conforme afirma Stewart (1998, p. 5) “o conhecimento tornou-se um recurso econômico proeminente – mais importante que a matéria-prima; mais importante, muitas vezes, que o dinheiro.”

O capital intelectual apresenta-se como “um conjunto de benefícios intangíveis que agregam valor as empresas” (ANTUNES e MARTINS, 2000, p. 7), podendo ser

dividido em três esferas, quais sejam: Capital Humano, Capital Estrutural e Capital de Relacionamento.

O Capital Humano das empresas, segundo Santiago e Santiago Jr (2007) representa o valor do investimento em treinamento e programas de capacitação dos colaboradores, contemplando as capacidades, habilidades, experiências e valores dos funcionários. Fatores que dentre aquelas apontadas na Tabela 5 como de grande importância na agregação de valor estão: a Experiência/Reputação dos Administradores; Maior Nível de Titulação de Empregados; Mais Treinamento dos Funcionários; Maior Rotatividade de Funcionários; Continuidade de Gestão; Política de Benefícios para os Funcionários; Participação dos Funcionários na Gestão e Desenvolvimento de Empregos/Empregados.

O Capital Estrutural, segundo STEWART (1998, p. 97): “Refere-se aquele conhecimento que não vai para casa depois do expediente”. Faz referência à infraestrutura da organização, à parte física e organizacional que compõe a empresa. Neste resultado configura-se por capital estrutural a Descentralização do Controle da Empresa, e Mais Gastos com Pesquisa e Desenvolvimento.

Por fim o Capital de Relacionamento, que segundo STEWART (1998) está presente em todas as empresas, representando o bom relacionamento existente entre estas e seus clientes, a fidelidade, preferência etc. Dentre as 20 variáveis mais importantes incluídas nesta fração estão: Maior Envolvimento com a Comunidade e Diversificação de Clientes.

Para a seleção e identificação das variáveis mais importantes de cada fator foi utilizado o critério de cargas fatoriais iguais ou superiores a 0,40 e menores ou iguais a – 0,40 que, conforme tabela de “orientação para identificação de cargas fatoriais significantes com base no tamanho da amostra” apresenta Hair Jr. *et al* (2005, p. 107 apud JUNIOR, 2007)

Abaixo tem-se a Tabela 7 que aponta o Fatores 1 e 2 denominados Evolução e Atividades de Risco, respectivamente. O Fator 1 foi assim denominado por estabelecer sobre suas variáveis forte relação com a valorização e aperfeiçoamento profissional daqueles que estão à frente das operações e decisões da empresa. Diante da idéia de que a imagem do profissional responsável pela empresa é fator preponderante para o sucesso e credibilidade da mesma. Pode-se observar que as oito variáveis que compõem este fator relacionam-se positivamente e contribuem para a criação de valor deste fator. O fator 2 é composto por 8 variáveis que aparentemente não adicionam

valor a empresa, mas que se bem conduzidos, poderão acarretar em benefícios positivos para a valoração da empresa. Há uma relação positiva entre sete das oito variáveis, contribuindo desta forma, para a valoração da empresa e uma variável que se relaciona negativamente com as demais e, portanto, agindo de forma contrária a geração de valor, essa variável, portanto, destrói valor neste fator.

Tabela 7
Fatores 1 e 2

Evolução		Atividades de Risco	
EXPERIÊNCIA/REPUTAÇÃO DOS ADMINISTRADORES	,820	DISPUTAS JUDICIAIS TRABALHISTAS	,828
MAIOR ENVOLVIMENTO COM A COMUNIDADE	,773	MAIOR ROTATIVIDADE DE FUNCIONÁRIOS	,584
MAIOR QUANTIDADE DE CONTAS A RECEBER S/ VENDAS	,751	MAIOR NÚMERO DE NOVOS PRODUTOS	,459
DESCENTRALIZAÇÃO DO CONTROLE DA EMPRESA	,717	FINANCIAMENTO POR MEIO DE CAPITAL DE RISCO	,429
MAIOR NÍVEL DE TITULAÇÃO DE EMPREGADOS	,482	PARTICIPAÇÃO DOS FUNCIONÁRIOS NA GESTÃO	,421
MAIS TREINAMENTO DOS FUNCIONÁRIOS	,446	CONTINUIDADE DE GESTÃO	,411
ALIANÇAS ESTRATÉGICAS	,427	MAIOR PORCENTAGEM DE CLIENTES FIDELIZADOS	,318
MELHOR GESTÃO DO FLUXO DE CAIXA	,419	POLÍTICA DE BENEFÍCIOS PARA OS FUNCIONÁRIOS	-,344

Fonte: Cálculo do autor

Na Tabela 8 tem-se o demonstrativo dos Fatores 3 e 4, nomeado como Gestão de Recursos Humanos e Desenvolvimento Corporativo, respectivamente. O Fator Gestão de Recursos Humanos considera os benefícios cedidos como forma de bonificação pela capacitação e empenho dos funcionários, fator que faz com que melhores resultados sejam alcançados, haja vista que um funcionário satisfeito trabalha bem, produzindo mais em menos tempo. A variável Menor Tempo de Ciclo de Fabricação se relaciona negativamente com as demais, o que demonstra que a produção pode e deve ser mais eficaz, haja vista que o tempo gasto em demasia na fabricação aumenta os custos e reduz a margem lucrativa da empresa.

O Fator 4, denominado Desenvolvimento Corporativo é uma composição de variáveis que atentam para a eficiência da gestão, buscando através da qualificação e da diversidade de produtos em decorrência da promoção de pesquisas, do treinamento de funcionários e da abertura de novos mercados o desenvolvimento da economia da empresa. Estando, esse desenvolvimento reprimido pelo fato de não haver financiamentos de longo prazo suficiente para tal. Há um relacionamento positivo entre sete das oito variáveis envolvidas no fator o que faz com que ocorra a geração de

valor desta e uma que mantém um relacionamento negativo com as demais e destroem valor.

Tabela 8
Fatores 3 e 4

Gestão de Recursos Humanos		Desenvolvimento Corporativo	
DESENVOLVIMENTO DE EMPREGOS/EMPREGADOS	,822	DIVERSIFICAÇÃO DE PRODUTOS	,816
PARTICIPAÇÃO DOS FUNCIONÁRIOS NA GESTÃO	,659	DIVERSIFICAÇÃO DE CLIENTES	,532
PARTICIPAÇÃO DOS FUNCIONÁRIOS NOS LUCROS E RESULTADOS	,507	MAIS TREINAMENTO DOS FUNCIONÁRIOS	,461
MAIOR NÍVEL DE TITULAÇÃO DE EMPREGADOS	,396	GESTÃO DE PROJETOS	,396
PERCEPÇÃO DA MARCA	,326	MAIS PESQUISA DE MERCADO	,365
FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	,305	FINANCIAMENTO POR MEIO DE CAPITAL DE RISCO	,342
IGUALDADE DE OPORTUNIDADES NA CARREIRA DO FUNCIONÁRIO	,295	CONTINUIDADE DE GESTÃO	,334
MENOR TEMPO DE CICLO DE FABRICAÇÃO	-,260	FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	-,385

Fonte: Cálculo do autor

O Fator 5 classificado como Eficiência Funcional, demonstra que o financiamento para capital de giro atrelado a uma boa gestão de projetos e fluxo de caixa, bem como ao desenvolvimento profissional dos empregados resultam em um melhor atendimento das necessidades dos clientes e, conseqüentemente a satisfação e fidelização destes. O Fator 6 denominado Oportunidades Potenciais traduz que a realização de parcerias estabelecidas de forma tática podem aumentar a participação da empresa no mercado e instituir uma imagem consistente resultando positivamente em benefícios potenciais tanto para a empresa como para seus funcionários, todas as variáveis que o compõem mantêm um relacionamento positivo no processo de valoração.

Tabela 9
Fatores 5 e 6

Eficiência Funcional		Oportunidades Potenciais	
FINANCIAMENTO PARA CAPITAL DE GIRO	,869	MAIS PARTICIPAÇÃO DE MECADO	,881
MAIOR PORCENTAGEM DE CLIENTES FIDELIZADOS	,701	IDENTIFICAÇÃO DE OPORTUNIDADES NO GOVERNO	,552
MENOS RECLAMAÇÕES DE CLIENTES	,410	ALIANÇAS ESTRATÉGICAS	,525
MELHOR GESTÃO DO FLUXO DE CAIXA	,368	PERCEPÇÃO DA MARCA	,367
GESTÃO DE PROJETOS	,296	MAIS TREINAMENTO DOS FUNCIONÁRIOS	,285
MAIS TREINAMENTO DOS FUNCIONÁRIOS	,261	POLÍTICA DE BENEFÍCIOS PARA OS FUNCIONÁRIOS	,260
MAIOR NÚMERO DE NOVOS PRODUTOS	,239	MAIOR PORCENTAGEM DE CLIENTES FIDELIZADOS	,241
FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	-,352	FINANCIAMENTO POR MEIO DE CAPITAL DE RISCO	,230

Fonte: Cálculo do autor

A Tabela 10 apresenta dois fatores semelhantes que se completam que é a Logística e o Desempenho Operacional. O fator 7 traduz que a empresa ao trabalhar bem sua logística consegue desempenhar um trabalho mais eficiente e eficaz, realizando pesquisas de mercado e efetuando suas entregas pontualmente, fazem com que a imagem e a marca da empresa seja valorizada. O fator 8 demonstra que a interação entre empresa e comunidade propicia um melhor resultado quando se fala em prospecção de clientes, isso porque há uma percepção natural das necessidades comuns (tanto da comunidade como dos funcionários) fazendo com que a empresa consiga supri-las e conseqüentemente, aumentar seu mercado de atuação. Todas as variáveis que compõem esses fatores mantêm um relacionamento positivo com a geração de valor, fazendo com que haja um efetivo crescimento no valor da empresa.

Tabela 10
Fatores 7 e 8

Logística		Desempenho Operacional	
ENTREGAS PONTUAIS	,861	MAIOR % DE CLIENTES PROSPECTADOS QUE CONCRETIZAM OPERAÇÕES	,830
MAIS PESQUISA DE MERCADO	,702	POLÍTICA DE BENEFÍCIOS PARA OS FUNCIONÁRIOS	,464
CLIENTES QUE MELHORAM A IMAGEM DA EMPRESA	,581	CONTINUIDADE DE GESTÃO	,426
PERCEPÇÃO DA MARCA	,318	IGUALDADE DE OPORTUNIDADES NA CARREIRA DO FUNCIONÁRIO	,418
IGUALDADE DE OPORTUNIDADES NA CARREIRA DO FUNCIONÁRIO	,207	MAIOR ENVOLVIMENTO COM A COMUNIDADE	,324
ALIANÇAS ESTRATÉGICAS	,181	GESTÃO DE PROJETOS	,287
MENORES CUSTOS OPERACIONAIS POR EMPREGADO	,172	MAIOR NÍVEL DE TITULAÇÃO DE EMPREGADOS	,263
DIVERSIFICAÇÃO DE CLIENTES	,170	MENOR TEMPO ENTRE PEDIDO E ENTREGA	,251

Fonte: Cálculo do autor

Na Tabela 11 temos o fator 9 denominado Organização e o fator 10 chamado Desenvolvimento de Soluções. O fator organização esta relacionado ao fato de que o ciclo de fabricação reduzido faz com que haja também uma redução em seus custos por empregado, fato que torna o processo mais eficiente e resulta na redução de reclamações por parte dos clientes que terão seus pedidos entregues em tempo hábil. O Fator Desenvolvimento de soluções caracteriza-se por relacionar variáveis que dotam a empresa da tendência ao investimento na diversificação de sua linha de produção, haja vista que a concessão de financiamentos não reembolsáveis incentiva a fabricação de novos produtos e a oferta de treinamento à seus funcionários para tal, resultando na maior percepção da marca.

Tabela 11
Fatores 9 e 10

Organização		Desenvolvimento de Soluções	
MENORES CUSTOS OPERACIONAIS POR EMPREGADO	,721	FINANCIAMENTOS NÃO REEMBOLSÁVEIS	,811
MENOR TEMPO DE CICLO DE FABRICAÇÃO	,711	MAIOR NÚMERO DE NOVOS PRODUTOS	,570
MENOS RECLAMAÇÕES DE CLIENTES	,616	MELHOR GESTÃO DO FLUXO DE CAIXA	,455
IDENTIFICAÇÃO DE OPORTUNIDADES NO GOVERNO	,418	PERCEPÇÃO DA MARCA	,413
IGUALDADE DE OPORTUNIDADES NA CARREIRA DO FUNCIONÁRIO	,322	MAIOR NÍVEL DE TITULAÇÃO DE EMPREGADOS	,301
MAIOR NÚMERO DE NOVOS PRODUTOS	,211	MAIS TREINAMENTO DOS FUNCIONÁRIOS	,266
POLÍTICA DE BENEFÍCIOS PARA OS FUNCIONÁRIOS	-,197	ENTREGAS PONTUAIS	-,261
DIVERSIFICAÇÃO DE CLIENTES	-,274	DISPUTAS JUDICIAIS TRABALHISTAS	-,264

Fonte: Cálculo do autor

Os Fatores 11 e 12 contido na Tabela 12 mantêm um elo, haja vista, que o tanto fator ampliação produtiva como o fator Investimento se preocupam em investir seu capital em maiores gastos com pesquisa e desenvolvimento, pois, a fabricação de produtos diversificados provoca a ampliação do seu mercado consumidor e conseqüentemente as vendas e as contas a receber. Junto com o fator ampliação produtiva, deve haver uma preocupação da empresa em melhor gerenciar seu fluxo de caixa e a obtenção de financiamento de longo prazo, da mesma forma o fator investimento se preocupa em diminuir o tempo gasto entre pedido e entrega.

Tabela 12
Fatores 11 e 12

Ampliação Produtiva		Investimento	
MAIOR % DE VENDAS DE NOVOS PRODUTOS	,865	MAIS INVESTIMENTO DE CAPITAL	,853
IGUALDADE DE OPORTUNIDADES NA CARREIRA DO FUNCIONÁRIO	,515	MAIS GASTOS COM P&D	,391
DIVERSIFICAÇÃO DE CLIENTES	,504	MENOR TEMPO ENTRE PEDIDO E ENTREGA	,379
MELHOR GESTÃO DO FLUXO DE CAIXA	,337	IDENTIFICAÇÃO DE OPORTUNIDADES NO GOVERNO	,349
MAIOR NÍVEL DE TITULAÇÃO DE EMPREGADOS	,312	MAIOR QUANTIDADE DE CONTAS A RECEBER S/ VENDAS	,346
MAIS GASTOS COM P&D	,291	POLÍTICA DE BENEFÍCIOS PARA OS FUNCIONÁRIOS	,269
FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	,272	MENORES CUSTOS OPERACIONAIS POR EMPREGADO	-,283
MAIOR QUANTIDADE DE CONTAS A RECEBER S/ VENDAS	,225	ALIANÇAS ESTRATÉGICAS	-,322

Fonte: Cálculo do autor

Na Tabela 13, o Fator 13 denominado Eficácia de Resultados relaciona-se ao fato de que o estabelecimento de alianças estratégicas aliadas à gestão de projetos, fazem com que o processo produtivo aperfeiçoado fazendo com que haja menos reclamações de clientes e, conseqüentemente, maior retorno sobre as vendas efetuadas. Para isso, faz-se necessário que haja uma atenção especial à continuidade de gestão, aos gastos com Pesquisa e Desenvolvimento, o que percebe-se que não acontece face os valores obtidos por essas variáveis.

O Fator Vendas, assim denominado o Fator 14, faz alusão à pujança nas vendas obtida pelo aperfeiçoamento dos funcionários proporcionado pela oferta de treinamentos e do incentivo concedido ao ofertar aos responsáveis pelo crescimento do empreendimento que é a força humana uma parte nos lucros obtidos ao final do exercício, isso faz com que mais clientes sejam prospectados, dado que a satisfação no trabalho rende frutos positivos resultando em um produto cada vez melhor e com isso incidam em menos reclamações. As empresas industriais devem estar atentas à eficiência para que não haja desperdício de tempo, buscando fazer com que o tempo entre pedido e entrega seja reduzida e com que seus produtos sejam fabricação em menos tempo, pois são fatores preponderantes para o aumento efetivo das vendas e segundo os número obtidos estes não foram satisfatórios.

Tabela 13
Fatores 13 e 14

Eficácia de Resultados		Vendas	
MAIOR RETORNO S/ VENDAS	,790	MAIOR QUANTIDADE DE VENDAS	,705
FINANCIMENTO POR MEIO DE CAPITAL DE RISCO	,361	PARTICIPAÇÃO DOS FUNCIONÁRIOS NOS LUCROS E RESULTADOS	,658
ALIANÇAS ESTRATÉGICAS	,350	MAIS TREINAMENTO DOS FUNCIONÁRIOS	,223
GESTÃO DE PROJETOS	,310	MENOS RECLAMAÇÕES DE CLIENTES	,206
MENOS RECLAMAÇÕES DE CLIENTES	,224	DIVERSIFICAÇÃO DE CLIENTES	,173
CONTINUIDADE DE GESTÃO	-,315	MENOR TEMPO DE CICLO DE FABRICAÇÃO	-,234
CLIENTES QUE MELHORAM A IMAGEM DA EMPRESA	-,464	MAIOR NÍVEL DE TITULAÇÃO DE EMPREGADOS	-,290
MAIS GASTOS COM P&D	-,569	MENOR TEMPO ENTRE PEDIDO E ENTREGA	-,606

Fonte: Cálculo do autor

O Fator Fidelização observado na Tabela 14, traduz o conceito de que a força que determinada marca ou produto exerce no mercado é resultado de um planejamento e de uma gestão de projetos organizada, refletindo de maneira positiva na fidelização e preferência do cliente pelo produto. Para tanto, algumas atividades do tipo pesquisas

de mercado, maior quantidade de vendas, política de benefícios para funcionários devem ser observadas no sentido de satisfazer a todos os envolvidos e fazer com seja mantida a preferência pelo produto.

Tabela 14

Fator 15

Fidelização	
MAIOR % DE VENDAS REPETIDAS	,871
CLIENTES QUE MELHORAM A IMAGEM DA EMPRESA	,294
POLÍTICA DE BENEFÍCIOS PARA OS FUNCIONÁRIOS	,277
GESTÃO DE PROJETOS	,232
MAIOR QUANTIDADE DE VENDAS	-,200
MAIS PESQUISA DE MERCADO	-,204
IGUALDADE DE OPORTUNIDADES NA CARREIRA DO FUNCIONÁRIO	-,263
MELHOR GESTÃO DO FLUXO DE CAIXA	-,355

Fonte: Cálculo do autor

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A identificação dos Direcionadores de Valor é o aspecto mais relevante no processo de criação de valor de uma empresa, ciente disso, essa análise buscou junto aos gestores e demais funcionários detentores de conhecimento na área, identificá-los e mensurar o grau de importância que um conjunto de Direcionadores Financeiros e Não-Financeiros exerce nesse sentido para o Patrimônio das Indústrias de Laticínio da cidade de Sousa/PB.

Como resultado desta análise constatou-se que os respondentes conferiram elevada relação com a geração de valor aos Direcionadores de Valor Não-Financeiros, onde a Qualificação Funcional, a Experiência e a Reputação dos Administradores, as Relações Interpessoais com a comunidade e clientes, representam os maiores graus de importância nesse processo. Alguns Direcionadores Financeiros, como Maior Quantidade de Contas a Receber sobre Vendas, Alianças Estratégicas, Maior Quantidade de Vendas, também foram pesquisados e observou-se que estes apresentam alto grau de importância para a agregação de valor, evidenciando, desta forma, que a conexão existente entre Direcionadores Financeiros e Não-Financeiros é importante no processo como um todo.

Curiosamente, algumas variáveis que representam um papel significativo no ambiente empresarial como Percepção da Marca, Mais Participação de Mercado e Identificação de Oportunidades no Governo apareceram nesta pesquisa representando grau de importância insignificante no processo de valoração, sinalizando que a gestão de recursos humanos representa para essas empresas o Diretor mais eficaz, confirmando uma tendência mundial que admite ser o Capital Humano das empresas o maior patrimônio das organizações modernas, como afirma Low e Kalafut (2003, apud Santos, 2007, p. 24) o capital intelectual representa o principal ativo da organização na nova economia, suplantando os recursos naturais, maquinário e até mesmo o próprio capital financeiro.

Santiago Jr e Santiago (2007, p. 25) corroboram com essa afirmativa ao mencionar que “a aplicação do conhecimento tem impactado de forma expressiva o valor das organizações, pois a materialização do uso desse recurso, bem como das tecnologias disponíveis e empregadas, para que seja possível a atuação em um ambiente globalizado, produz benefícios intangíveis que agregam valor para as empresas. O conjunto desses benefícios é chamado de Capital Intelectual.”

Retornando à discussão dos resultados, pode-se concluir que os fatores gerados constituem dois grandes grupos de direcionadores de valor, o grupo Gestão de Recursos Humanos e Gestão Corporativa. No Grupo Gestão de Recursos Humanos, constatou-se que a relação empresa-funcionário deve disponibilizar, além das necessidades mínimas de trabalho e segurança, alternativas de valoração, benefícios e ascensão funcional. No Grupo Gestão Corporativa observou-se uma interação entre diferentes partes da organização com o objetivo de dilatar o valor da empresa, além de corroborar para o seu acesso ao capital como forma de se conservar no mercado.

Mesmo não havendo uma relação de causa efeito entre o contentamento do cliente com o produto e o do funcionário para com a empresa, ficou evidente que um funcionário valorizado pelo gestor e pela empresa trabalha satisfeito e por isso, produz mais e melhor. Sendo, oportuno às empresas de Laticínio da cidade de Sousa/PB o incremento de práticas gestoras que valorizem seu capital humano, dispondo de oportunidades de crescimento, aperfeiçoamento e gratificações, haja vista que este se constitui como o direcionador que mais adiciona valor à empresa.

O tamanho reduzido da amostra se justifica pelo fato de que as empresas de Laticínio da cidade de Sousa/PB são basicamente de pequeno e médio porte, fato que restringe, em parte, o número de gestores e responsáveis por setores das mesmas. Entretanto, essa limitação não torna inválido o resultado obtido, apenas se recomenda que à medida que for possível coletar um volume maior de dados primários, haja também a ampliação do escopo do trabalho. Sugerimos a aplicação do mesmo estudo em outros seguimentos industriais.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Maria Goreth Miranda; HAJI, Zaina Said El. **Mensuração e Avaliação do Ativo: uma Revisão Conceitual e uma Abordagem do Goodwill e do Ativo Intelectual**. Fipecafi. São Paulo. 1997.

ALVES, Daniele Rodrigues. 2005. **Industrialização e comercialização do leite de consumo no Brasil**. Disponível no endereço: [HTTP://www.fernandomadalena.com/site_arquivos/904.pdf](http://www.fernandomadalena.com/site_arquivos/904.pdf)

ANTUNES, Maria Thereza Pompa; MARTINS, Eliseu. **Capital Intelectual: Verdades e Mitos**. 2000.

CERBASI, Gustavo Petrasunas. **Metodologias para determinação do valor das empresas: Uma aplicação no setor de geração de energia elétrica**. 2003.

COSTA, Giovani Glaucio de Oliveira. 2006. **Um Procedimento Inferencial para Análise Fatorial Utilizando as Técnicas Bootstrap e Jackknife: Construção de Intervalos de Confiança e Testes de Hipóteses**. Tese de Doutorado. Disponível no endereço eletrônico: http://www.lambda.maxwell.ele.puc-rio.br/8741/8741_5.PDFXXvmi=CbTSQg8BgL0aZ0rkLnjneAXHI6H0Wn2zzWrgdA2um2GI38HOv2cKDbrZia0fx2P80iAdTCIqFoDIwKx4mLO1Xh0gs0w23nb3HLgBn0S4pvNWRm1f8Qg79hnDhVFijQp1CHD1Hv673T5Vg7bpZsw9KVM3RrocjOeVvRXeo4mrZrogABGz4dlPauS2Xieh7seEldSKifdhlCzidfSitC8E81H6jVorpD6LQ0wagKr0m1jBhcTMP2rX395n5tQv8Xi0

FINURAS, Paulo. Recursos Humanos Magazine Nº 5 Novembro/Dezembro 1999. Disponível on line no endereço eletrônico: <http://clix.expressoemprego.pt/PageTree.aspx?Id=4157>.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. vi p/ http://inf.unisul.br/~ines/pccsi/O_PROJETO_DE_PESQUISA_2004B.doc

LIMA, Fabiano Guasti *et al.* **Metodologia para Determinação do Valor das Empresas: Uma Aplicação no Setor de Calçados de Franca**. 2006.

MARTIN, et al. **Análise da Relação entre a Criação de Valor e os Direcionadores de Valor no Setor de Saúde no Brasil (2002-2003)**. Revista Contemporânea de Economia e Gestão. Vol. 3 – Nº 2 – jul/dez/2005.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de Empresas: Da mensuração Contábil à Econômica**. Editora Atlas. 2006.

MEIRELLES, Dimária Silva e. **O conceito de Serviço**. Revista Econ. Polit. Vol 26 nº. 1 São Paulo Jan/Mar. 2006.

MORAES E ABIKO. **A Utilização da Análise Fatorial para a Identificação de Estruturas de Interdependência de Variáveis em Estudos de Avaliação Pós-Ocupação**. 2006.

OLIVEIRA, Silvio Luiz de. **Tratado de Metodologia Científica**. Ed. Pioneira. 1999.

OLIVEIRAN, Paulo Henrique F. C. **Amostragem Básica. Aplicação em Auditoria**. Ed. Ciência Moderna. 2004.

PACHECO, André Augusto Spicciati. **Avaliação de Empresas: Uma pesquisa sobre as metodologias e suas aplicações**. 2004.

PEREIRA, Carlos Alberto. **Avaliação de Resultados e Desempenhos. Controladoria. Uma abordagem da Gestão Econômica GECON**. Ed. Atlas. 2007.

POUERI, do Carmo Mário. **A análise da cadeia de valor como ferramenta de criação de valor: Um ensaio sobre a relação entre cost drivers e value drivers**. Artigo disponível no end.: <http://www.ccontabeis.com.br/conv/t14.pdf>, acessado em 20/04/2010 às 13:35 hs.

SANTOS, José Luiz dos, et all. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2007.

SCHMIDT, Paulo et al. **Avaliação de Empresas. Foco na Análise de Desempenho para o Usuário Interno. Teoria e Prática**. Editora Atlas. 2006.

SILVA *et al.* 2007. Replicabilidade do Modelo dos Cinco Grandes Fatores em medidas da personalidade. Publicado na Revista ISSN 1982 – 1913. 2007, Vol. I, nº 1, 37-49, disponível em <http://www.fafich.ufmg.br/mosaico/index.php/mosaico/article/viewFile/7/5> acessado em 16 de junho de 2010.

STEWART, Thomas A. **Capital Intelectual: A nova vantagem competitiva das empresas**. 14ª Ed. Campus, 1998.

TABELA EVOLUÇÃO DA PROD LEITE NA PB disponível no endereço: <http://www.cnpqi.embrapa.br/nova/informacoes/estatisticas/producao/grafico02.71.php> acessado em 07/05/2010 às 09h28min

VIEIRA, Sônia. **Elementos de Estatística**. Ed. Atlas. 2006.

Young e O'Byrne. **EVA e Gestão Baseada em Valor. Guia prático para implementação.** 2003. Ed. Bookman.