
Conflitos entre acionistas majoritários, acionistas minoritários e administradores profissionais causados por importâncias assimétricas dos direcionadores de valor das empresas

Ricardo José de Almeida

A ocorrência de divergências entre as preferências dos investidores e administradores corporativos contratados pelos primeiros é a questão a ser respondida neste artigo. Tais diferenças de preferências podem ser explicadas pelas características dos investimentos no que se refere à liquidez, ao controle acionário e em face da potencialidade de diversificação. Essas divergências estarão refletidas em preferências por direcionadores de valor diferentes.

Para atingir tal objetivo, tentou-se determinar as preferências de diferentes agentes em relação aos direcionadores de valor das empresas, por meio de técnicas de pesquisa de *marketing* (pesquisa sobre atitudes).

Direcionadores de valor são parâmetros em que uma variação em seus indicadores causa variação no valor da empresa. Os direcionadores de valor fornecem uma estimativa rápida de como uma decisão operacional, tática ou estratégica afeta o valor da empresa, comparada às complexas técnicas de *valuation*. A magnitude do efeito de uma decisão sobre o valor da empresa, na qual é alterado algum direcionador de valor, depende da preferência do investidor-alvo para uma transação de venda futura da empresa. Como os direcionadores de valor são valorizados segundo a preferência do investidor, a sua contribuição para o valor das empresas é viabilizada por uma pesquisa sobre as atitudes dos potenciais investidores em empresas com relação a uma gama de direcionadores de valor que abranja as decisões estratégicas, operacionais e táticas de uma empresa.

Com expectativas e interesses heterogêneos é possível que os gestores não atinjam o objetivo de maximizar o valor da companhia que administram ou que em virtude dos benefícios e dos interesses pessoais dos agentes envolvidos a empresa não atinja a maximização do seu valor.

A heterogeneidade de expectativas pode explicar, por exemplo, a ocorrência de ágio nas vendas de empresas estatais pelo governo brasileiro entre 1992 e 2000, como pode ser observado na tabela 1.

Recebido em outubro/2000
2ª versão em fevereiro/2001

Ricardo José de Almeida, Mestre e Doutorando em Administração e Bacharel em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Consultor nas áreas de investimentos e controladoria e Professor das Faculdades IBMEC-SP e da Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP) na área de Finanças.
E-mail: ricard@amcham.com.br

Tabela 1

Ágio Obtido em Alguns Leilões de Privatização

Ano	Empresa	Ágio Sobre o Preço Mínimo Estimado (%)
1992	Acesita	30
1993	Açominas	95
1993	Cosipa	98
1994	Usiminas	0
1997	Banerj	0
1998	Bemge	86
1998	Baneb	3
2000	Banestado	303
2000	Banespa	281

Fontes: BNDES (1991-1996) e Gazeta Mercantil (30 out. 2000 e 1º dez. 2000).

Os conflitos de interesses e julgamentos conflitantes podem acarretar subavaliação ou superavaliação da empresa, sendo necessária uma inter-relação entre seu valor e seu desempenho operacional-financeiro.

Do ponto de vista dos acionistas, é racional esperar que seja obtido retorno máximo para um perfil desejado de risco em um conjunto de investimentos em empresas e títulos que compõem sua carteira.

Tal retorno desejado pelos acionistas pode ser diferente daquele esperado pelos administradores profissionais contratados por eles para gerenciar as empresas no dia-a-dia.

As possíveis diferenças são um foco de conflitos no processo decisório das organizações: as decisões que aumentarão o valor da empresa, enquanto isolada, podem não ser as decisões que aumentarão o retorno da carteira de investimentos do proprietário dessa mesma empresa.

Uma simplificação da mensuração do que foi exposto pode ser verificada em um exemplo que supõe duas empresas com resultados contendo correlações perfeitamente negativas. Se o proprietário dessas duas empresas fosse um único agente, ele incentivaria ações que aumentassem o risco das duas empresas, já que sua carteira continuaria protegida. Por outro lado, os administradores contratados relutariam em expor o patrimônio das empresas administradas por eles a tal variabilidade.

JUSTIFICATIVA DA IMPORTÂNCIA DO TEMA

Tanto a abordagem acadêmica tradicional quanto a dos agentes do mercado preconizam que a empresa deve maximizar o seu lucro. Tal direcionador de valor (o lucro) é, porém, uma variável de curto prazo que não reflete as ações estratégicas da empresa. O tratamento atual dado ao tema salienta, como objetivo principal, a maximização do valor da empresa (Copeland & Weston, 1988). A companhia é considerada uma entidade com vida própria; esse

enfoque privilegia sua riqueza, reduz os conflitos de agência e reforça a atividade produtiva da economia.

Outra interpretação, relativa à abordagem atual, refere-se à maximização da riqueza dos proprietários, sugerindo que a administração deva maximizar o valor das suas carteiras de participações acionárias, não precisando, necessariamente, tomar medidas com vistas à maximização do valor de uma empresa que possuam.

A despeito de uma ou de outra interpretação, o objetivo da administração financeira pode ser o de maximizar, ao mesmo tempo, os valores da empresa e a riqueza dos proprietários.

A elevação do valor da empresa ao máximo é a atitude racional de seus gestores, na hipótese de um mercado eficiente de capitais. Porém, no caso de esse mercado ser imperfeito e não ter seus direcionadores de valor mais importantes totalmente determinados, a visão de curto prazo tende a ser utilizada pelos agentes.

Por outro lado, resultados apontados em diversos trabalhos demonstram que os administradores procuram elevar ao máximo a sua riqueza pessoal (Jensen & Meckling, 1976), sugerindo que suas atitudes com relação à maximização do valor da empresa e da riqueza dos proprietários ou, ainda, ao privilégio do longo ou do curto prazo seriam mutáveis e determinadas pelos benefícios que poderiam advir de certa postura. De maneira similar, na análise do valor das empresas os avaliadores externos estão sujeitos aos mesmos conflitos enfrentados pelos administradores.

Portanto, a verificação de diferentes expectativas pode estar associada a conflitos de interesses entre os investidores e os administradores profissionais.

FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Consolidado pela literatura de finanças, o objetivo da administração financeira é maximizar a riqueza do proprietário, parâmetro definido como a expectativa dos fluxos de caixa provenientes dos investimentos, descontados a uma taxa correspondente ao custo de oportunidade — esse conceito de riqueza é semelhante ao de valor da empresa.

A formação do valor de uma empresa pode ser analisada pelo desempenho de suas características — os direcionadores de valor que a teoria microeconômica denomina de parâmetros. A separação analítica dessas características permite supor que ocorram conflitos de **ótica** entre os diversos agentes quando executam suas políticas para a maximização da riqueza, gerados por preferências diferenciadas.

O valor da empresa, realizável apenas com a existência de liquidez para o ativo que representa, reflete os parâmetros geradores de valor, os quais são determinados pela preferência dos investidores corporativos — profissionais representantes dos investidores individuais — em relação às características ideais que a empresa deve possuir.

Valores diferentes para cada avaliador e agente

Damodaran (1997) mencionou algumas dimensões do uso da avaliação de empresas, as quais são apontadas a seguir.

- **Para fusões e aquisições** — interesses em uma venda iminente do negócio, na qual serão apresentadas análises sob os pontos de vista dos futuros compradores e vendedores que lhes permitirão exercer seu poder de barganha em um processo de negociação, pela discussão das considerações adotadas na avaliação, por tratar-se de investimentos vultuosos, com pouca possibilidade de fazer parte de uma carteira diversificada e com ativos de alta liquidez.
- **Para finanças corporativas** — interesses em critérios para a tomada de decisões estratégicas, táticas e operacionais, considerando uma empresa em marcha e usuária de indicadores de desempenho para a remuneração dos funcionários.
- **Para a administração de carteiras** — interesses em avaliar ativos que contribuam para a maximização do retorno e a minimização do risco de uma carteira de investimentos potencialmente diversificada, fazendo com que os valores possam ser estimados por meio de comparações com outros ativos disponíveis (frequentemente pela utilização de índices de avaliação relativa).

Dessa forma, os direcionadores de valor poderão ser diferentes para cada um desses agentes e, conseqüentemente, o valor da empresa poderá ser maximizado por meio de diferentes *mix* de direcionadores, dependendo do mercado-alvo e da ótica dos avaliadores. As características dos investimentos dos diferentes grupos de agentes constam no quadro a seguir.

Assim, por causa das diferentes preferências em relação aos direcionadores de valor da empresa, pode-se esperar que o valor dela seja alterado dependendo do grupo interessado em negociá-la.

Possibilidade de ocorrência de conflitos entre os agentes

Quando existem divergências entre os agentes quanto ao melhor modelo ou à melhor técnica para a avaliação de uma empresa e quanto aos direcionadores de valor para cada grupo, os conflitos de interesses acentuam-se e o poder de barganha é exercido amplamente. Nessas circunstâncias, os conceitos e as técnicas formais de avaliação cedem espaço às forças de mercado.

Características dos Investimentos dos Grupos de Agentes

Grupo	Característica		
	Possibilidade de Diversificação	Controle sobre as Decisões da Empresa	Liquidez do Investimento
Administradores de Carteiras	Alta	Baixo ou Nenhum	Alta
Agentes Atuantes em Finanças Corporativas	Baixa	Médio ou Alto*	Média**
Avaliadores para Fusões e Aquisições	Baixa***	Médio ou Alto*	Baixa

Notas:

- * Dependente da qualidade dos controles internos da empresa e da eficiência da *accountability* dos administradores profissionais aos controladores.
- ** Dependente da possibilidade de recolocação do funcionário no mercado e da conjuntura econômica.
- *** Os investimentos são vultuosos e implicam baixa possibilidade de diversificação eficiente da carteira de investimentos do acionista.

As decisões nos âmbitos interno e externo à empresa sobre os direcionadores de valor a serem estimulados podem não ser as mesmas.

O processo de gerenciamento do valor da empresa, introduzido pela obra de Rappaport (1998), foi aprofundado por Copeland, Koller & Murrin (1996) que sugeriram a implementação mediante a segregação dos diversos direcionadores de valor que são de responsabilidade de cada funcionário. Os autores enfocam a **operacionalização** das idéias de Rappaport pela definição de gerenciamento com base no valor: “O gerenciamento com base no valor é um processo integrativo com o objetivo de implementar decisões estratégicas e operacionais por toda a organização, baseado em direcionadores-chave para o valor da empresa” (Copeland, Koller & Murrin, 1996, p.97).

O aspecto integrativo é viabilizado por meio de uma cultura organizacional em que os membros ajam com o objetivo de maximizar o valor da empresa, com confiabilidade nos indicadores que mensurem o efeito de suas ações sobre tal valor (Copeland, Koller & Murrin, 1996).

Estando o valor relacionado com a expectativa dos investidores sobre qual seria o preço justo de uma empresa, as posições dos interessados em um processo de avaliação são fundamentais para a escolha dos direcionadores de valor mais importantes para gerenciar a criação desse

valor pela administração e, conseqüentemente, das técnicas e dos modelos para mensurá-los.

Com base nessa argumentação, pode-se esperar que tais direcionadores de valor oriundos das expectativas dos investidores profissionais conduzam ao preço justo da empresa, o qual é definido pelo valor percebido pelo investidor, ou seja, os atributos que ele valoriza (ou desvaloriza) em uma empresa serão os geradores (ou destruidores) de valor.

Direcionadores utilizados para explicar possíveis assimetrias de importâncias

Concentração de mercado

O número de empresas concorrentes com participação relevante em um setor determina a concentração de mercado.

A estrutura de mercado pode ser determinada por essa característica, uma vez que ela causa efeitos sobre:

- a sensibilidade do setor a fatores sistêmicos — o grau de concentração do mercado direciona as políticas de comercialização das empresas ante as oscilações nas quais existem fatores que afetam todas as empresas;
- os desequilíbrios de mercado no curto prazo — a possibilidade de acordos entre os concorrentes do setor determina a existência de rentabilidade acima da taxa mínima de atratividade para os participantes.

A concentração de mercado no setor de atuação das empresas pode ser classificada como um direcionador dotado de componente sistemática mais forte do que a componente própria. Isso se deve ao fato de as oscilações do valor das empresas atuantes em mercados concentrados relativas a eventos sistêmicos serem positivas no caso de oscilações positivas e terem efeito **amortecedor** no caso de variações negativas, porque as empresas operam criando valor pela natureza da competição oligopolizada.

A componente não-sistêmica está relacionada com a capacidade da administração da empresa em manter barreiras à entrada de novos concorrentes, garantindo, dessa forma, a concentração de mercado.

Taxa de crescimento da indústria

A taxa de crescimento de um setor tem impacto na estrutura de mercado, com efeitos idênticos aos do direcionador “concentração de mercado”.

Uma indústria em crescimento apresenta uma natural concentração de mercado em virtude das vantagens competitivas relativas ao pioneirismo dos inovadores. Adicionalmente, o movimento de variação do tamanho, independente dos fatores sistêmicos causados por adoção ou

substituição dos produtos do setor, acentua a concentração de mercado, fazendo com que apenas as empresas com competências essenciais no setor possam usufruir dessa geração de valor.

“A taxa de crescimento da indústria é um direcionador fundamental do nível e da natureza da competição, começando com a inovação e a disputa por estabelecer padrões e culminando com uma mudança para a rivalidade das empresas baseada em custos” (Scott, 1998, p.63).

Existência de barreiras para entrada e saída do setor

As barreiras de entrada e saída também têm impacto na estrutura de mercado existente: “as barreiras de entrada e saída direcionam a incidência de novos competidores e a capacidade dos antigos competidores em abandonar o setor” (Scott, 1998, p.65).

As formas de ocorrência de barreiras são, entre outras, investimentos necessários para entrar em um setor, propriedade tecnológica, economias de escala, relacionamento consolidado com clientes, custos de demissão e desinvestimentos, bem como razões emocionais dos agentes.

Frequência de ocorrência de inovações no setor

As inovações influem no ciclo de vida dos produtos e serviços das empresas e, portanto, na estrutura de mercado. Elas ocorrem por meio de mudanças tecnológicas no processo de produção.

O retorno exigido pelo acionista em um dado período de tempo deve ser maior quanto mais freqüente for a inovação.

Poder de negociação dos clientes

O poder de barganha do grupo de clientes de uma empresa na negociação de preços, quantidades ou outras condições determina a divisão da margem operacional entre os clientes e a empresa fornecedora de produtos e serviços. Pode-se afirmar que o valor da empresa está inversamente relacionado com a magnitude do poder de negociação dos seus clientes.

Poder de negociação dos fornecedores

O poder de negociação do grupo de fornecedores de uma companhia em relação a preços, quantidades ou outras condições determina a divisão da margem operacional da empresa entre os fornecedores e a organização compradora de produtos e serviços. Pode-se dizer que o valor da empresa está inversamente relacionado com a magnitude do poder de negociação dos seus fornecedores.

Existência de políticas industriais governamentais para o setor

As políticas governamentais afetam o preço de equilíbrio entre a oferta e a demanda em um setor. As empresas têm, em contrapartida, sua riqueza afetada pelos efeitos das externalidades advindas dessas interferências governamentais — que podem ser positivas ou negativas.

A existência de barreiras de entrada ou saída influenciam na exposição à concorrência externa, concorrendo para a falta de estímulo e para as dificuldades de atualização tecnológica (Goulart, Brasil & Arruda, 1996).

Sensibilidade às oscilações macroeconômicas (produto interno bruto, taxas de inflação e de juros ou taxa de câmbio)

Todos os setores estão sujeitos às oscilações no ambiente macroeconômico, as quais se refletem no risco sistêmico da empresa.

Geralmente, podem ser verificados padrões de oscilações no valor da empresa em relação às variações no ambiente macroeconômico em setores idênticos da economia. Entretanto, diferentes empresas são afetadas de maneira diversa por mudanças similares no contexto macroeconômico.

Sob condições normais, há três determinantes das oscilações sistêmicas: crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), taxas de juros e inflação, taxa de câmbio (Scott, 1998).

Relações com fornecedores

A sinergia gerada no relacionamento com fornecedores visando adequar os insumos às especificações e às necessidades da empresa em relação ao tempo de atendimento e à acurácia de tais especificações, entre outras, faz com que o valor das empresas possa ser dependente desse direcionador. O relacionamento com o fornecedor pode influir na eficiência da empresa em fabricar produtos que atendam melhor às necessidades e aos desejos dos consumidores.

A capacidade de estabelecer relações adequadas com os fornecedores é de responsabilidade e controle da administração de cada empresa de um setor, tratando-se de uma vantagem competitiva em relação às concorrentes.

Eficiência tecnológica do processo de produção

O processo de produção compreende a conversão da matéria-prima ou do produto semi-elaborado em produto pronto para o consumo.

Os custos de produção sofrem impacto do tempo do ciclo de produção, da existência de **gargalos** ou da ocorrência de ociosidade na linha de produção. O atingimento

de metas estabelecidas com custos reduzidos é função da tecnologia que a empresa possui. Tal tecnologia permite que seja atingido determinado nível de produção com custo mínimo.

O preço pago pelos consumidores em razão da adequada disponibilidade de compra e da qualidade do produto percebida pelos consumidores também reflete os efeitos do processo de produção.

Eficiência no processo de distribuição

Distribuição é o grupo de atividades compreendidas entre a saída do produto da fábrica ou do escritório e o seu recebimento pelo cliente.

Os sistemas verticais de distribuição ocasionam conflitos entre empresas produtoras, intermediários e consumidores finais, fazendo com que a riqueza gerada na cadeia seja distribuída entre os agentes. A eficiência nesse processo é definida por três critérios básicos (Scott, 1998): tempo de atendimento aos clientes, nível de estoque necessário e custo unitário de distribuição. O sucesso de uma empresa na retenção de parcela da riqueza gerada na cadeia é uma vantagem competitiva sobre as concorrentes. A habilidade de negociar e criar meios tecnológicos e mercadológicos é de responsabilidade e controle da administração da empresa.

Posicionamento da marca

Conforme Scott (1998), marca é uma gama de atributos emocionais que condicionam a apreciação dos aspectos físicos do produto pelo consumidor.

A empresa passa a ter um fator diferenciador sobre seus concorrentes em determinado setor quando o posicionamento da marca ocasiona um preço-prêmio que os consumidores aceitam e pagam para adquirir o produto.

Capacidade de utilização de estratégias de promoções e preços

A utilização de promoções é efetiva para empresas atuantes em setores com produtos pouco diferenciados, nos quais os consumidores são sensíveis ao preço.

Essas estratégias levam a, invariavelmente, guerras de preços entre os concorrentes e redução de margens operacionais para o setor como um todo. São especialmente viáveis no caso de empresas que gozam de vantagens competitivas em custos — permitidas pela utilização de tecnologia que viabiliza o atingimento de custos unitários mais baixos —, as quais possibilitam reduzir a receita e, ainda assim, manter as margens operacionais que facultam a criação ou a manutenção do valor da empresa.

Eficiência de estratégias de comercialização e prestação de serviços aos clientes

As forças de vendas e a prestação de serviços são responsáveis pelo sustento da base de clientes existentes e pela contribuição para a prospecção de novos clientes. Constituem, assim, barreiras para a entrada dos concorrentes. Essa estratégia tem a intenção de diferenciar o produto da empresa em relação ao da concorrência, obter parcelas maiores da riqueza gerada pela venda de produtos e serviços e cativar a lealdade dos consumidores. A habilidade em utilizar a estratégia de vendas e serviços aos clientes é inerente à administração da empresa.

Capacidade de inovação da empresa

A capacidade de inovar tem influência direta na habilidade da empresa em recriar e criar os setores, permitindo o alcance de fontes de diferenciação dos produtos. A inovação atua modificando o tempo médio do ciclo de vida dos produtos da empresa, possibilitando ao inovador conseguir prêmios em relação ao preço pago pelos produtos dos concorrentes no setor.

Além disso, a inovação no processo produtivo pode trazer benefícios relativos ao custo unitário dos produtos, permitindo que as empresas adquiram vantagens competitivas em custos.

A capacidade de inovação é de responsabilidade e gerenciamento da administração da empresa, sendo viabilizada mediante a manutenção de competências essenciais (Hamel & Prahalad, 1995) e os investimentos em pesquisa e desenvolvimento.

Satisfação do cliente

O nível de satisfação do cliente influencia sua lealdade à marca e é fator diferencial relativo aos concorrentes, propiciando a obtenção tanto de preço-prêmio em relação às empresas atuantes no mesmo setor como de elasticidade-preço favorável da demanda de seus produtos.

Privilegio da atividade-fim da empresa na destinação de recursos orçamentários

As empresas que destinam a maior parte dos recursos para a sua atividade-fim alcançam, teoricamente, melhores índices de competitividade no setor, pois tal situação implica melhores índices de retenção de profissionais competentes, atraídos por remunerações e benefícios mais vantajosos. Essa concentração de competências essenciais atua na criação de valor percebido pelos consumidores dos produtos da empresa.

A política de remuneração e de decisão de direcionamento de recursos é de responsabilidade da administração da empresa.

Tecnologia de informação

A tecnologia de informação permite o aumento das comunicações interna e externa da empresa. O fluxo de informações torna-se, concomitantemente, mais seletivo e mais efetivo, resultando na melhoria da qualidade da comunicação interna, o que faculta a integração e a eficiência em todas as áreas da empresa. A implementação de uma tecnologia de informação adequada é responsabilidade da administração da empresa.

Relações com o governo e os agentes externos

A capacidade da administração da empresa de influenciar políticas governamentais e de outras entidades constitui externalidades que afetam a empresa ou seu setor de atuação. Tais externalidades, positivas ou negativas, afetam o valor da empresa e podem ser de implementação tanto da administração quanto dos controladores.

Liquidez das ações

A existência de custos associados à falta de liquidez faz com que os investidores exijam retornos maiores para ativos pouco líquidos. A decisão de propiciar liquidez para as ações é da administração da empresa, visando reduzir o retorno requerido pelos acionistas e, em conseqüência, diminuir o custo de capital.

Política de dividendos

A ocorrência de nível ótimo de capital de terceiros, em que o custo médio ponderado de capital da empresa é mínimo, a existência de **nichos** de investidores com preferência por um padrão de recebimento de dividendos — o chamado **efeito clientela** — e o nível de informação alcançado pelos agentes do mercado sobre a política de investimentos da empresa e, conseqüentemente, sobre a existência de novos projetos fazem com que a política de dividendos adotada seja relevante para determinar o valor de uma empresa, principalmente para investidores que não detêm o seu controle.

Relações com o mercado de capitais

O National Investor Relations Institute⁽¹⁾ (1996, p.228), responsável pela comunicação entre a administração das empresas, os acionistas, os analistas de investimentos e outros financistas, definiu a expressão “relação com investido-

res” como a “atividade estratégica de *marketing*, combinando as disciplinas de comunicação e finanças, que provê a atuais e potenciais investidores uma posição acurada do desempenho atual e expectativas futuras da empresa. Conduzidas efetivamente, as relações com os investidores podem ter efeito positivo no valor da empresa relativo ao total do valor de mercado de todas as empresas e no custo de capital da empresa”.

A atividade de relações com os investidores visa reduzir a assimetria informacional entre a administração da empresa e os acionistas, permitindo que seja minimizada a apreensão do investidor em negociar as ações, tendo impacto em sua liquidez e no nível de risco associado com as expectativas dos agentes do mercado.

Reputação dos administradores e dos controladores

Os agentes de mercado avaliam a conduta dos administradores no tocante a: fatos que envolvam desonestidade, atitudes que contribuam para denegrir sua imagem pessoal e a da organização por ele representada, acontecimentos em que o administrador seja conivente com qualquer ato que se reflita negativamente sobre sua credibilidade ou competência profissional. Tais condutas refletem diretamente no nível de apreensão do investidor em participar do capital da empresa na qual esses administradores profissionais estejam prestando serviços, ocasionando impacto na liquidez das ações e no nível de risco associado com as expectativas dos agentes do mercado.

Sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações no preço e na quantidade dos produtos vendidos e ao custo dos insumos

O nível da alavancagem operacional a que está sujeita a empresa é função de:

- característica da demanda dos produtos e serviços da empresa em relação à elasticidade cruzada de preços entre vários bens na economia — propensão de um agente em substituir o consumo de produtos e serviços de uma empresa por outros que satisfaçam à mesma necessidade por causa de variações no ambiente macroeconômico, tendo em vista suas restrições de renda;
- comportamento dos preços dos insumos utilizados no processo produtivo relativo ao ambiente macroeconômico — comportamento dos custos dos insumos utilizados para a fabricação de produtos ou serviços da empresa em relação às oscilações sistêmicas;
- estrutura de custos fixos e variáveis da empresa — o nível dos custos fixos em que a empresa trabalha influi na alavancagem operacional à qual os seus fluxos de caixa estão expostos.

A alavancagem operacional é um dos determinantes do nível de exposição da empresa ao risco sistemático da

economia, sendo determinador da rentabilidade requerida pelo acionista e, conseqüentemente, da riqueza disponível para distribuição aos empregados.

Sensibilidade do fluxo de caixa às oscilações no custo da dívida

Sendo um custo fixo, o custo da dívida ao qual uma empresa pode ser exposta é função do resultado operacional gerado. Dessa forma, ele está estreitamente relacionado com a capacidade da empresa em gerar resultados operacionais, já que influi na percepção de risco da empresa pelos credores.

Similarmente à operacional, a alavancagem financeira é um dos determinantes do nível de exposição da empresa ao risco sistemático da economia, sendo determinadora da rentabilidade requerida pelo acionista e, conseqüentemente, da riqueza da empresa disponível para os empregados (Sousa & Almeida, 1999).

Lucro por ação atual

O lucro, indicativo do nível de produção e de investimentos no curto prazo, consiste na diferença entre receitas e custos de um determinado período.

Pela possível existência de diferenças entre os níveis de produção e investimentos que maximizam os retornos nos curto e longo prazos, as possibilidades de lucro por ação constituem importante direcionador do valor da empresa. Essas possibilidades se restringem a determinadas situações, entre elas as políticas de remuneração baseadas no lucro. Os administradores profissionais podem ser remunerados em conseqüência do lucro, o que incentiva a adoção de medidas de curto prazo em detrimento do objetivo da administração financeira de maximizar o valor da empresa.

- Efeito informacional — o lucro por ação é um indicador de fácil apuração, e permite a comparação com as expectativas de longo prazo dos agentes, traduzidas para o curto prazo, ou seja, uma meta de curto prazo para propiciar uma estimativa de longo prazo.
- Dissonância cognitiva dos agentes — é o desconhecimento pelos investidores da diferença entre lucros de curto e de longo prazos. A possibilidade de ocorrência desse evento é remota, dado o nível de profissionalização que há entre os agentes.

Políticas para evitar problemas de ordens social, racial, cultural ou ecológica

As externalidades decorrentes de ações que causem custos a outros agentes podem refletir-se no preço ou na

quantidade vendida dos produtos ou serviços da empresa, de maneira positiva ou negativa (oferecendo benefícios marginais a agentes externos ou impondo custos adicionais a eles, respectivamente). Esse efeito ocasiona a ocorrência de riquezas passíveis de ser transferidas ou retiradas da empresa, caso em que a atuação dos agentes externos é materializada mediante subsídios financeiros ou reações do mercado consumidor ou fornecedor.

Estabilidade do controle gerencial

A perspectiva de estabilidade do controle gerencial pode ter impacto sobre o estímulo para implementar mudanças que melhorem a posição competitiva da empresa por parte dos agentes contratados como representantes dos acionistas.

Por outro lado, a possibilidade de mudanças nos acordos implementados pelos concorrentes é um fator que tem impacto no equilíbrio do mercado, afetando todas as empresas concorrentes.

Análise dos parâmetros objeto de estudo

A importância dos direcionadores para cada grupo de avaliadores pode ser prevista a partir de fatores-chave, os quais, segundo a revisão bibliográfica e as análises do pesquisador, são relevantes para cada um dos grupos.

Para a administração de carteiras

- **Oscilações sistêmicas** — o único risco que importa para os acionistas com pequenas participações está relacionado com a oscilação dos resultados em virtude de oscilações sistêmicas (principalmente macroeconômicas).
- **Possibilidade de diversificação** — o direcionador de valor é obtido mediante a compra de participações em outras empresas, fazendo com que o risco próprio atribuído ao direcionador seja irrelevante para os acionistas minoritários.
- **Assimetria informacional** — os acionistas minoritários tendem a dar ao direcionador de valor avaliado importâncias diferentes em virtude do acesso imediato e com acurácia às informações sobre ele.
- **Estrutura do controle acionário** — a possibilidade de ocorrência de conflitos de agência é função de como o controle acionário da empresa está distribuído entre os diversos acionistas.

Para as fusões e aquisições

- **Poder de barganha dos acionistas das empresas** — o poder do direcionador em ocasionar vantagem com-

petitiva para a empresa ante os concorrentes influi no poder de barganha do proprietário ou de outros acionistas na negociação das participações acionárias.

- **Benefícios dos efeitos sinérgicos** — a ocorrência de direcionadores que sejam complementares em outras indústrias beneficia a combinação de atividades entre empresas de propriedade do mesmo acionista, fazendo com que a existência de tais efeitos por meio de direcionadores levem à atribuição de importâncias diferentes.
- **Imagem do controlador** — a reputação do proprietário, ou acionista controlador, no mercado está relacionada a direcionadores de valor que são incentivados ou desestimulados.
- **Possibilidade de diversificação** — o direcionador de valor é obtido mediante a compra de participações em outras empresas, fazendo com que o risco a ele atribuído possa ser irrelevante, tanto para o acionista minoritário quanto para o majoritário.
- **Assimetria informacional** — a incerteza quanto ao desempenho da empresa afeta o custo de capital.

Para as finanças corporativas

- **Fator diferenciador dos concorrentes** — significa a origem da vantagem competitiva em um setor, ocasionada pela atuação diferenciada dos funcionários da empresa.
- **Proteção do fluxo de caixa da empresa** — é de vital importância para os administradores profissionais que têm possibilidades limitadas de diversificação.
- **Assimetria informacional** — a incerteza quanto ao desempenho da empresa afeta o custo de capital.
- **Imagem pessoal perante o mercado** — afeta a possibilidade de recolocação em outras empresas.
- **Controlabilidade do direcionador pela administração** — corresponde a fatores diversificáveis pelo acionista (sendo irrelevante para este) e que necessitam de incentivos para serem aprimorados pela empresa na tentativa de obtenção de vantagens competitivas no setor.

METODOLOGIA DE PESQUISA

O objetivo principal na pesquisa foi identificar se há divergências entre os direcionadores de valor preferidos

por investidores e administradores profissionais e quais seriam tais direcionadores. A constatação de divergências entre as importâncias atribuídas é o instrumento para se atingir o objetivo de verificação da existência de conflitos entre os três grupos de agentes econômicos pesquisados.

População

Em virtude do grande número de avaliadores de empresas potenciais, tornou-se impossível a realização de um censo.

A população é formada pelos agentes atuantes nas três áreas pesquisadas:

- **finanças corporativas** — diretores-financeiros e responsáveis pelo gerenciamento com base em orçamentos ou valor da empresa;
- **fusões e aquisições** — consultorias, bancos de investimentos e fundos de pensão atuantes em avaliação de empresas para compra ou venda de participação acionária que permita a influência no controle gerencial da empresa;
- **administração de carteiras** — corretoras e administradores de recursos atuantes na avaliação de participações acionárias minoritárias.

Tamanho da amostra

Foram contactados 65 agentes e foi obtida resposta de 31 deles. As instituições foram selecionadas por meio de uma classificação em ordem descendente de importância com base em exposição da instituição à imprensa ou *ranking* de revistas especializadas, além de instituições especiais escolhidas pela sensibilidade do pesquisador. O período da coleta dos dados foi entre dezembro de 1999 e fevereiro de 2000 e a identidade dos respondentes será mantida em sigilo.

Projeto do instrumento

O questionário, composto por duas perguntas, foi utilizado em meio eletrônico, tanto pelo pesquisador quanto pelos pesquisados, permitindo que as instruções para a utilização fossem passadas aos respondentes durante o preenchimento.

- **Pergunta 1** — indicação da área de atuação profissional do respondente. A resposta consistia no preenchimento com um “X” na área de atuação profissional; a cada opção apresentada foi adicionada uma explicação conceitual do seu significado para os propósitos da pesquisa. O não-preenchimento desse campo ocasionava a exibição da mensagem “Falta a primeira pergunta!”, evitando o erro não-amostal pela ausência da resposta.

- **Pergunta 2** — atribuição de nota para a importância do direcionador no valor da empresa. Os direcionadores testados foram fundamentados no item “Direcionadores utilizados para explicar possíveis assimetrias de importâncias”. Tendo-se na pesquisa o propósito de captar as características que criavam ou destruíam valor, tornou-se necessário bipolarizar as avaliações, dividindo a escala numérica utilizada entre estes dois efeitos:

- notas de zero a cinco — a característica destrói valor;
- notas de cinco a dez — a característica cria valor.

Para avaliar a importância da característica em acarretar o efeito, o grau de importância foi categorizado em leve, baixa, média e alta. A escala correspondente foi definida e informada ao respondente, conforme consta na figura 1.

Nota acima de 5,0: Cria Valor		
Alta importância para criar valor	↔	entre 8,5 e 10
Média importância para criar valor	↔	entre 7,0 e 8,5
Baixa importância para criar valor	↔	entre 5,5 e 7,0
Leve importância para criar valor	↔	entre 5,0 e 5,5
Nota abaixo de 5,0: Destroi valor		
Leve importância para destruir valor	↔	entre 4,5 e 5,0
Baixa importância para destruir valor	↔	entre 3,0 e 4,5
Média importância para destruir valor	↔	entre 1,5 e 3,0
Alta importância para destruir valor	↔	entre 0 e 1,5

Figura 1: Escala para a Avaliação dos Direcionadores

A garantia de que o respondente estava avaliando segundo os critérios adotados na pesquisa foi obtida por um mecanismo que informava qual avaliação estava sendo registrada pela sua nota quanto ao grau de importância e ao seu efeito sobre o valor da empresa, conforme exemplo na figura 2.

Ter capacidade de inovação	7,3	Média importância para criar valor
----------------------------	-----	------------------------------------

Figura 2: Exemplo de Atribuição de Nota e Mecanismo Informativo

O instrumento foi redigido de forma que cada item confirmasse a existência da característica na empresa.

O erro não-amostal por não-preenchimento foi minimizado pela utilização de outro mecanismo que informava ao respondente as questões que faltavam.

Análise dos dados

A análise dos dados foi esquematizada de maneira a permitir a verificação:

- do grau de importância para cada grupo de agentes — por meio do teste de significância para a média;
- da existência ou não, entre os três grupos, de diferenças na avaliação do impacto do direcionador sobre o valor da empresa — por meio de testes não paramétricos (de Kruskal-Wallis e de Mann-Whitney) e paramétricos (Análise da Variância e de Scheffé).

As conclusões contemplam o pressuposto assumido no trabalho, de que os avaliadores contratados pelos investidores atuam como seus representantes.

CONCLUSÕES

Os testes realizados foram baseados em exemplos de Fonseca & Martins (1996), utilizados para medir a importância dos atributos para respondentes expostos a ambientes diferentes que, neste artigo, são as experiências profissionais e formações técnicas dos avaliadores de empresas para finanças corporativas, para fusões e aquisições e para administração de carteiras.

Foi rejeitada a hipótese de que a média representativa das importâncias atribuídas pelos três grupos de avaliadores de empresas é igual para dois direcionadores de valor:

- concentração de mercado;
- existência de barreiras de entrada e de saída no setor.

Divergências com relação à concentração de mercado

Verificou-se, com 5% de significância, que há diferenças entre as importâncias atribuídas pelos avaliadores para finanças corporativas e as atribuídas pelos avaliadores para fusões e aquisições e para administração de carteiras. Nas tabelas 1, 2 e 3 constam os testes realizados para o direcionador de valor “concentração de mercado”⁽²⁾.

Tabela 1

Teste Não Paramétrico e Análise da Variância — Concentração de Mercado

Teste Não Paramétrico		Análise da Variância	
H Crítico	H Estimado	F Crítico	F Estimado
5,99	11,69	3,28	7,89

Tabela 2

Teste de Mann-Whitney — Concentração de Mercado

Teste de Mann-Whitney	Z Padronizado	Z Calculado
Entre administração de carteiras e fusões e aquisições	1,645	1,589
Entre administração de carteiras e finanças corporativas	1,645	4,808
Entre fusões e aquisições e finanças corporativas	1,645	3,439

Tabela 3

Teste de Scheffé — Concentração de Mercado

Teste de Scheffé ^(*)	Parâmetros do Teste	Diferenças entre as Médias
Entre administração de carteiras e fusões e aquisições	1,877	1,378
Entre administração de carteiras e finanças corporativas	1,727	1,276
Entre fusões e aquisições e finanças corporativas	1,727	2,654

(*) Conclui-se que há diferença entre as médias se tal diferença for maior do que o parâmetro do teste.

Os testes consideram como:

- **Hipótese Nula** — as médias atribuídas pelos grupos são iguais.
- **Hipótese Alternativa** — as médias atribuídas pelos grupos não são iguais.

Tal verificação corrobora a previsão de que a concentração de mercado, ou o número de empresas com participação relevante no setor em relação ao seu tamanho, influi na exposição da empresa a fatores sistêmicos e no poder de barganha dos acionistas das empresas avaliadas sobre os potenciais compradores. Corrobora também que, do ponto de vista do planejamento para finanças corporativas, esses elementos não têm importância tão relevante quanto às médias atribuídas por acionistas majoritários e acionistas minoritários.

Essa inferência fora pressuposta com base na importância que a estrutura de mercado na qual a empresa avaliada atua tem em:

- influenciar na exposição do fluxo de caixa da empresa às oscilações da atividade econômica. Esse é um direcionador da estratégia de investimentos em ações, já que a expectativa dos administradores de carteira acerca do comportamento da economia os faz posicionar seus investimentos em ativos que estejam favoravelmente expostos às tendências esperadas. Dessa forma, a estrutura de mercado concentrada atua expondo a empresa às variações macroeconômicas de forma positiva (com perspectivas de captar todo o efeito benéfico do crescimento econômico e de proteger-se, pela competição oligopolizada, nos períodos de queda da atividade econômica);
- influenciar no poder de barganha dos acionistas das empresas avaliadas sobre os potenciais compradores de suas empresas.

O número de empresas disponíveis é importante fator para a definição de oportunidades que os potenciais compradores das empresas avaliadas têm para adquirir aquela desejada. A estrutura de mercado é, então, fator relevante para determinar a existência de muitas ou poucas oportunidades de aquisição de empresas por parte dos potenciais compradores.

Por outro lado, a estrutura de mercado pode ser prevista como irrelevante para os gestores corporativos pela falta de acesso a informações sobre a intenção de implementação de fusões ou aquisições visando à melhoria das vantagens competitivas da empresa resultante em variados direcionadores (que são objeto de negociação). Dessa forma, é impraticável proceder-se a um planejamento objetivando implementar ações que melhorem a posição competitiva da empresa com relação a um ou mais direcionadores. Tal procedimento acarretaria o aumento do preço-justo em uma fusão ou aquisição. Assim, o planejamento financeiro é implementado como se a empresa estivesse em marcha e em continuidade tal como é.

Tendo em vista que os sistemas de remuneração variável contemplam um custo de oportunidade representativo do risco ao qual o acionista está exposto, e pelo qual ele exige uma remuneração, as oportunidades de ganhos para os gestores corporativos estão restritas ao resultado obtido em comparação com o dos concorrentes (o mesmo princípio do *Economic Value Added* — EVA). Pode-se supor que há ausência de estímulo para a implementação de ações que concentrem o mercado em poucos concorrentes, pelo fato de a concentração de mercado ser direcionadora do risco sistemático ao qual o fluxo de caixa da empresa está exposto. A ausência desse estímulo restringe as ações da empresa quanto a melhorias na posição competitiva, o que, no longo prazo, poderia levar à concentração de mercado. A justificativa para a menor importância da concentração de mercado sobre a formação do valor da empresa para os gestores

corporativos pode residir no que foi exposto nas explicações retromencionadas.

Divergências em relação à existência de barreiras de entrada e de saída no setor

A diferença entre as importâncias atribuídas pelos avaliadores para gestão corporativa e para fusões e aquisições fora prevista em virtude do poder que a existência de barreiras de entrada e de saída tem em influir nas decisões de potenciais concorrentes para fazer parte de um setor com tais características. Um setor com ambas as barreiras tende a ter poucos participantes, o que tem impacto na concentração de mercado e faz com que a análise feita para a importância da concentração de mercado entre esses dois agentes seja aplicável ao direcionador “existência de barreiras de entrada e de saída no setor”. Nas tabelas 4 e 5 constam os testes realizados para esse direcionador de valor⁽³⁾.

Tabela 4

Teste Não Paramétrico e Análise da Variância — Existência de Barreiras de Entrada e de Saída no Setor

Teste Não Paramétrico		Análise da Variância	
H Crítico	H Estimado	F Crítico	F Estimado
5,99	5,96	3,32	3,86

Tabela 5

Teste de Scheffé — Existência de Barreiras de Entrada e de Saída no Setor

Teste de Scheffé ^(*)	Parâmetros do Teste	Diferenças entre as Médias
Entre administração de carteiras e fusões e aquisições	2,081	0,666
Entre administração de carteiras e finanças corporativas	1,914	1,321
Entre fusões e aquisições e finanças corporativas	1,914	1,987

(*) Conclui-se que há diferença entre as médias se tal diferença for maior do que o parâmetro do teste.

Como no item anterior, os testes consideram como:

- **Hipótese Nula** — as médias atribuídas pelos grupos são iguais.
- **Hipótese Alternativa** — as médias atribuídas pelos grupos não são iguais.

Dessa forma, pode-se esperar que há assimetria de interesses entre administradores profissionais e investidores nos aspectos relacionados à atuação para concentrar o mercado.

Limitações do método

Uma pesquisa sobre atitudes capta a predisposição do respondente em adotar determinado comportamento em

uma situação real, o que não garante que essa predisposição manifestada se transformará em ação.

A suposição de que os profissionais atuantes em fusões e aquisições, administração de carteiras e finanças corporativas tenham atitudes que serão prontamente aceitas pelos proprietários é questionável, já que se observa interação entre os proprietários e os seus consultores para a definição dos fatores críticos de sucesso das empresas. ◆

NOTAS

- (1) Associação internacional de consultores em relações com investidores e administradores profissionais fundada em 1969, sediada em Viena, Áustria.
- (2) As estatísticas críticas indicam os máximos valores que os parâmetros H (da distribuição Qui-quadrado), F (da distribuição F de Snedocor) e Z (da distribuição normal padronizada) podem assumir para situar as estatísticas calculadas dentro da região de aceitação da hipótese nula.
- (3) As estatísticas críticas indicam os máximos valores que os parâmetros H (da distribuição Qui-quadrado) e F (da distribuição F de Snedocor) podem assumir para situar as estatísticas calculadas dentro da região de aceitação da hipótese nula.

RESUMO

Há duas pressuposições sobre o que deve balizar as decisões da administração: maximização do valor da empresa ou maximização do valor da carteira dos proprietários. Esses dois enfoques sugerem que podem existir atitudes conflitantes entre administradores profissionais, proprietários das empresas e sócios minoritários. Os conflitos existirão, segundo as hipóteses deste trabalho, em razão da eficiência na diversificação das carteiras de investimentos dos agentes, da posse do controle gerencial da empresa e da existência de liquidez para as ações da empresa. Para verificar a existência desses conflitos, foi efetuada uma fundamentação teórica sobre fatores críticos de sucesso das empresas (direcionadores de valor), seguida de uma pesquisa sobre as atitudes de cada grupo de administradores profissionais e investidores (segregados em acionistas majoritários e minoritários) ante esses direcionadores de valor. A análise estatística dos resultados confirma que há diferentes expectativas sobre a importância da concentração de mercado e da existência de barreiras de entrada e de saída no setor entre administradores profissionais e investidores, não podendo afirmar que haja diferentes expectativas em relação a outros direcionadores de valor. Tais resultados confirmam que pode haver diferenças entre as decisões organizacionais e as atitudes esperadas pelos proprietários.

Palavras-chave: avaliação de empresas, conflitos de agência, direcionadores de valor das empresas, governança corporativa, avaliação de desempenho.

ABSTRACT

There are two assumptions on what should determine management decisions: whether to maximize the value of the company or the value of the owners' investment portfolio. These two central approaches suggest that conflicting attitudes can exist between professional managers, the owners of companies and minority partners. These conflicts will exist, according to the assumptions of this dissertation, due to the efficiency in the diversification of the agents' investment portfolios, the change of control in the company management and the liquidity of the company's shares. To verify the existence of these conflicts a theoretical analysis was made of the critical success factors of the companies (value drivers). This was followed by a survey on the attitudes of each group of professional managers and investors (divided into majority and minority shareholders) towards these value drivers. The statistical analysis of the results confirm that there are strong differences between the professional managers and investors on the importance of market concentration and the existence of entry

and exit barriers to the sector and the analysis of the results could not confirm different expectations among the other value drivers. Such results confirm that there can be differences between management decisions and the attitudes expected by the owners.

Uniterms: business valuation, agency conflicts, value drivers, corporate governance, performance valuation.

RESUMEN

Hay dos presuposiciones sobre lo que debe balizar las decisiones de la administración: maximización del valor de la empresa o maximización del valor de la cartera de los propietarios. Esos dos enfoques sugieren que pueden existir actitudes conflictivas entre administradores profesionales, propietarios de las empresas y socios minoritarios. Los conflictos existirán, según las hipótesis de este trabajo, en razón de la eficiencia en la diversificación de las carteras de inversiones de los agentes, de la posesión del control gerencial de la empresa y de la existencia de liquidez para las acciones de la empresa. Para verificar la existencia de esos conflictos se efectuó una fundamentación teórica sobre factores críticos de éxito de las empresas (direccionadores de valor), seguida de una investigación sobre las actitudes de cada grupo de administradores profesionales e inversores (segregados en accionistas mayoritarios y minoritarios) ante esos direccionadores de valor. El análisis estadístico de los resultados confirma que hay diferentes expectativas sobre la importancia de la concentración de mercado y de la existencia de barreras de entrada y de salida en el sector entre administradores profesionales e inversores, no siendo posible afirmar que haya diferentes expectativas respecto a otros direccionadores de valor. Tales resultados confirman que puede haber diferencias entre las decisiones organizacionales y las actitudes esperadas por los propietarios.

Palabras clave: evaluación de empresas, conflictos de agencia, direccionadores de valor de las empresas, gobierno corporativo, evaluación de desempeño.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). *Resumo sobre o Programa Nacional de Desestatização*. Rio de Janeiro: BNDES, 1991-1996.
- COPELAND, T.E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Measuring and managing the value of companies*. 2ª ed. Estados Unidos: John Wiley & Sons, 1996.
- COPELAND, T.E.; WESTON, J.F. *Financial theory and corporate policy*. 3ª ed. Estados Unidos: Addison Weley, 1988.
- DAMODARAN, A. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- FONSECA, J.S.; MARTINS, G.A. *Curso de estatística*. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 1996.
- GOULART, L.; BRASIL, H.V.; ARRUDA, C.A. Internacionalização de empresas brasileiras: motivações e alternativas. In: FUNDAÇÃO DOM CABRAL (Org.). *Internacionalização de empresas brasileiras*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1996, p.21-33.
- HAMEL, G.; PRAHALAD, C.K. *Competindo pelo futuro: estratégias inovadoras para obter o controle do seu setor e criar os mercados de amanhã*. Rio de Janeiro: Campus, 1995.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Oct. 1976.
- LANCE pago pelo Santander eleva preço dos bancos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 1º dez. 2000, p.B-1.
- LEILÃO do Banestado valorizou crédito tributário: *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 30 out. 2000, p.B-2.
- NATIONAL INVESTOR RELATIONS INSTITUTE. National Investor Relations Institute task force on disclosure issues standards and guidance for disclosure. In: ASSOCIATION FOR INVESTMENT AND MANAGEMENT RESEARCH (Org.). *Standards of practice handbook*. 7ª ed. Estados Unidos: AIMR, 1996, p.228-239.
- RAPPAPORT, A.. New thinking on how to link executive pay with performance. *Harvard Business Review*, EUA, p. 91-101, mar./abr. 1999.
- SCOTT, M.C. *Value drivers: the manager's framework for identifying the drivers of corporate value creation*. Estados Unidos: John Wiley & Sons, 1998.
- SOUSA, A.F.; ALMEIDA, R.J. Um modelo para integração dos direcionadores de valor de preferência para os agentes e para os investidores. In: CONGRESSO LATINO AMERICANO DE ESTRATÉGIA, 12., 26-28 maio de 1999, São Paulo, Brasil. *Anais...* São Paulo: 1999.