

A Originação de Valor: Um Estudo Indiciário em Empresas Complexas e de Repercussão no Brasil.

Autoria: José Francisco de Carvalho Rezende

RESUMO

O artigo discute, a partir de dados primários obtidos por meio de *survey* junto às empresas de maior complexidade e repercussão da economia brasileira, as possibilidades de alcance de Valor superior com base na gestão do Capital Intelectual.

Foram computados índices para expressar o Valor das organizações tendo por base as formulações de Roos (1997) e de Edvinsson & Malone (1997) a respeito do Capital Intelectual — e como itens de avaliação a percepção dos sujeitos da pesquisa — levando à identificação de conglomerados de empresas com performance distinta quanto à criação e à destruição de valor.

1. INTRODUÇÃO

A participação crescente dos intangíveis no valor dos empreendimentos (Crawford, 1994; Cavalcanti *et al.*, 2001; Kaplan & Norton, 2003) da chamada Economia do Conhecimento parece ter alcançado níveis de fundamentação empírica (Sveiby, 1994, Bontis *et al.*, 2002; Ballow *et al.*, 2004) que justificam a adoção de sistemáticas de gestão que consigam melhor capturar e traduzir o valor do capital intelectual que se torna disponível pela acumulação da riqueza inerente aos processos, aos relacionamentos, à força-de-trabalho, à competência em inovar e à capacidade de se manter numa trajetória equilibrada frente às alterações nos níveis de turbulência.

Nesse aspecto, o atual estudo discute a prática brasileira de adoção da Gestão do Capital Intelectual — esta sob o enfoque de manifestação do valor alcançado pelos intangíveis e tendo por base o desempenho apurado a partir de perspectivas múltiplas e integradas — para fazer frente a possíveis dilemas organizacionais enfrentados por organizações que operam no Brasil.

A população estudada reflete os maiores níveis de complexidade organizacional existentes na economia brasileira: já há 30 anos, o estudo promovido sobre as 500 Maiores e Melhores é encarado tanto pela academia quanto pelo mercado em geral como uma das principais fontes de informação sobre a performance de empresas. A comparação entre a listagem das 500 Melhores & Maiores (Revista Exame), das “Mais Admiradas” (Revista Carta Capital), das “Melhores Empresas para Trabalhar” (The Best Place to Work Institute), das Melhores na Gestão de Pessoas (Hay Group) e das Empresas de Capital Aberto possibilitou estabelecer um foco bem específico para a pesquisa a partir da integração de fontes e estudos em parte já legitimados pelos institutos de pesquisa e pelas diversas editorias da mídia especializada em gestão de negócios no Brasil.

Além disso, a presença constante das empresas da população estudada em manchetes e matérias dedicadas à economia e administração de empresas demonstra a repercussão de tais organizações perante a opinião pública: (a) as empresas de capital aberto são responsáveis pelo suprimento de informações necessárias a garantir a transparência das operações do mercado financeiro e de capitais; (b) as empresas que compõem a lista das 500 M&M representam a solidez da economia brasileira nos diversos setores, sinalizando rumos e oportunidades de investimento; (c) as empresas estatais sinalizam o quanto do papel estruturante que ainda lhes é reservado vem sendo cumprido na geração de Valor para o País; e (d) as empresas integrantes das recentes listas “de melhor local para se trabalhar” e das “empresas mais admiradas” atuam como marco de comparação para as práticas de gestão e demanda por emprego especializado.

2. FUNDAMENTAÇÃO

A capacidade de coordenar os esforços empresariais para garantir o equilíbrio de interesses inerente a uma dada opção estratégica passou a ser essencial para o sucesso das organizações, assim como a possibilidade de testar as hipóteses que dão origem à estratégia vem se mostrando como um diferencial importante para melhor alocação de recursos.

Além disso, a necessidade de traduzir em métricas sistematizadas o valor inerente aos intangíveis tornou imperativa a concepção de novas sistemáticas para gerenciamento da performance para além dos critérios orçamentários e financeiros que até aqui vêm balizando as práticas de controle gerencial e estratégico.

Roos *et al.* (1997, p.vii) demarcam a importância da originação, da mensuração e da Gestão do Capital Intelectual como nova linguagem e conjunto de técnicas para a identificação das capacidades que levarão às futuras receitas e geração de valor pelas organizações, apontando para o fato de que se trata de uma nova mentalidade gerencial. Os autores propõem a existência de raízes para o Capital Intelectual (CI) com base em duas grandes vertentes — estratégia e mensuração —, lembrando que já em 1969 J. K. Galbraith cunhara o conceito de CI atrelado à “ação intelectual” capaz de gerar valor para as organizações.

Kaplan & Norton (1996 e 2003, p.7) discutem sobre o a gestão dos Ativos Intangíveis e do Capital Intelectual, reforçando proposições que fundamentaram a criação do quadro conceitual do Balanced Scorecard: as novas formas de as organizações alcançarem valor aparentemente ainda não estariam registradas pelos instrumentos tradicionais de mensuração do desempenho, principalmente por que tais instrumentos estariam ancorados em princípios financeiros e contábeis que atribuem valor segundo uma perspectiva de fatos decorridos.

Sveiby (1998) estudou o processo de acumulação de valor das organizações que participam do índice S&P Industrial com base em série histórica abrangendo o período de 1920 a 1997 e verificou que substancial parcela — média histórica em torno de 50% e picos de até 300% — do valor atribuído pelo mercado não é registrado pela contabilidade tradicional. Posteriormente, Kaplan e Norton (2004, p.4) apresentam análise semelhante focalizando o período de 1982 a 2002, com a constatação de preço-prêmio pago pelo mercado equivalente a até três vezes o patrimônio líquido.

Para o mercado brasileiro, no período de 1987 a 2003, foi identificada uma flutuação bem mais acidentada no tocante a momentos de picos e vales e mais restrita em termos de magnitudeⁱ. Trata-se de análise a partir de indícios e sem um cuidado mais estrito quanto à seleção da carteira estudada, registrando-se que vários ativos estiveram sujeitos a eventos de fusão e incorporação, assim como de criação ou desaparecimento.

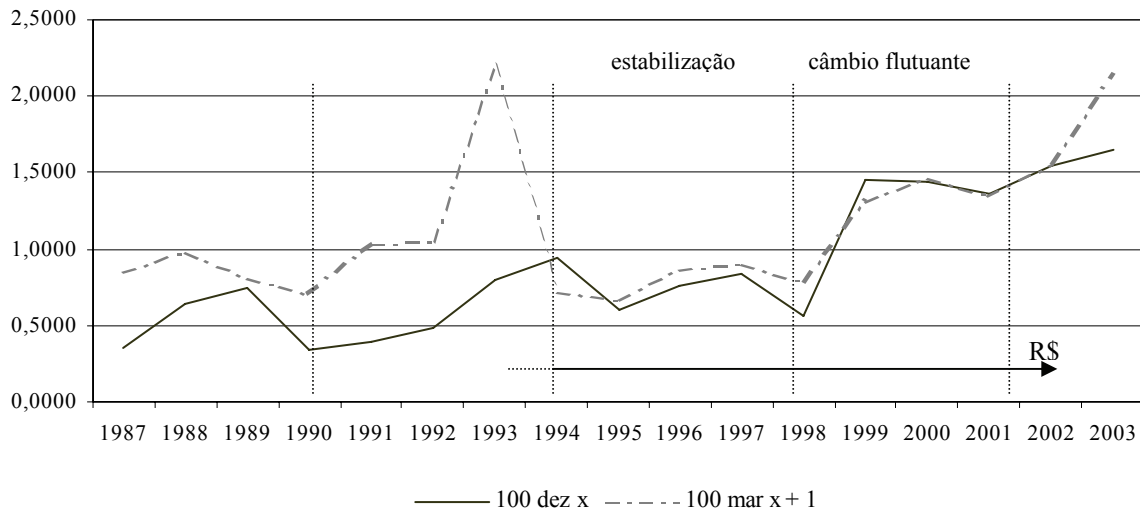
Quando computados unicamente os ativos mais “assíduos”ⁱⁱ e líquidosⁱⁱⁱ, foi possível a observação com maior refinamento da evolução da relação entre preço de mercado e valor patrimonial.

A Figura 1 apresenta o indicador Valor de Mercado/Valor Patrimonial da Ação (VM/VPA), em moeda constante, considerando os 100 ativos mais “assíduos” nas negociações em pregão da Bolsa de Valores de São Paulo para duas datas distintas — em 31 de dezembro, no encerramento anual do balanço, e em 31 de março, quando praticamente todas as empresas já teriam tornado públicos os resultados do exercício anterior.

Registra-se, portanto, a exemplo do mercado norte-americano, a existência de parcela de valor no mercado brasileiro não explicada pela prática contábil pura e simples: o valor patrimonial da ação registrado segundo as práticas e normas contábeis até aqui aceitas como princípios gerais não seria capaz de expressar a apreciação do mercado por uma determinada organização, restringindo a visualização do valor efetivamente atribuído a momentos em que são registradas trocas de propriedade.

Vale dizer que o estudo de Neves (1996) sobre a relação risco-retorno no mercado bursátil brasileiro identificou a importância da razão VM/VPA para a formação de carteiras, considerando-a superior à razão lucro/PV e mesmo à informação originada pelo efeito tamanho — parcela não explicada do valor de mercado ajustado ao risco com base no *Capital Asset Pricing Model*, associada ao porte da empresa. A autora conclui que os efeitos da razão VM/VPA — identificados a partir de dados empíricos — não encontravam, até o início da década de 90, suporte teórico em profundidade para suporte à formação de carteiras.

Figura 1 – Média da Relação Preço / Valor Patrimonial – 100 ações mais presentes na BOVESPA



Fonte: Dados da Economática, processamento pelo autor.

Roos *et al.* (1997) desenvolvem a noção de que a Gestão do Capital Intelectual representaria o desaguadouro de diversas correntes de pensamento sobre cognição e empreendedorismo orientado pela aprendizagem nas organizações, questões que levariam à criação de diferenciais competitivos, de desempenho, e, em última análise, à criação de valor adicional para os *stakeholders*. Tais autores argumentam sobre a necessidade da existência de instrumentos voltados para o acompanhamento do estoque e do fluxo dos capitais intelectuais, cuja abrangência montaria a todos os aspectos não financeiros do empreendimento, isto é, excluído o capital monetário e o capital vertido em ativos físicos (estoques, instalações, equipamentos, etc.).

Roos *et al.* (1997) também defendem a criação de um índice composto para representar adequadamente a evolução de um empreendimento frente à geração de valor a partir do Capital Intelectual que levariam em conta variações no “capital de relacionamentos”, no “capital humano”, no “capital estrutural” e no “capital de renovação e desenvolvimento”. O índice de capital intelectual deveria ser construído de forma a possibilitar a comparação entre empresas, ainda que de ramos diversos, permitindo que as organizações fossem avaliadas de maneira mais sistêmica.

Edvinsson (1997) caracteriza o capital intelectual a partir da integração entre capital do cliente, capital estrutural e capital humano. O aprimoramento do capital do cliente adviria da gestão de novos tipos de produtos, novas categorias de clientes e de novos tipos de relacionamentos. O aperfeiçoamento do capital estrutural seria obtido a partir de duas frentes: (a) os processos — envolvendo tecnologia, logística, a aplicação de ferramentas de gestão e a filosofia operacional —; e (b) os mecanismos de renovação da organização — com destaque para a capacidade de celebrar novas parcerias, penetrar em novos mercados, inovar e obter padrões certificáveis. O gerenciamento do capital humano, no entanto, consistiria no principal

desafio para a melhor obtenção de valor por meio do capital intelectual, principalmente em função da nova natureza do trabalho e dos novos perfis de trabalhadores.

Stewart (1998) considera que, de fato, as organizações não possuem o capital humano e o do cliente. O que existiria seria um compartilhamento, uma cessão, um crédito que colaboradores e consumidores oferecem à organização enquanto suas expectativas são correspondidas. Enquanto o capital humano seria derivado do trabalho em equipe, o capital do cliente estaria associado ao conjunto de hipóteses de extração de valor que a organização desenvolve junto aos mercados atendidos. No tocante ao capital estrutural, manifesto pelos processos e meios de a organização fazer as coisas acontecerem e ficarem disponíveis, o autor aponta que este seria uma preocupação mais interna do que externa, pois, não fazendo parte das experiências diretas dos clientes, não teria importância adicional enquanto os consumidores se vejam atendidos em conformidade.

Para Sveiby (1998), quando uma organização investe em ativos tangíveis, como máquinas ou instalações, o fluxo econômico resultante é representado por débitos e créditos facilmente expressos em unidades monetárias. Existiria um fluxo de caixa negativo sem implicar em despesas. O novo bem passaria a incorrer, gradualmente, no custo da depreciação. Caso a organização invista em ativos intangíveis, como uma pesquisa de opinião ou o desenvolvimento de um nicho de mercado, normalmente os fluxos econômicos resultantes são reproduzidos por lançamentos em despesas, ocasionando fluxos de caixa negativos com impacto instantâneo.

O Konrad Group situa o emprego de um novo conjunto de métricas balanceadas como ainda mais relevante para a performance de organizações típicas da sociedade do conhecimento, caracterizando as *Know-How Companies* como organizações centradas nas receitas do conhecimento administrado e capazes de adotar níveis de individualização de soluções — oferta — capazes de fazer frente às reais necessidades dos seus consumidores.

Allee (2000) argumenta que o capital intelectual e os ativos intangíveis em geral ofereceriam um caminho para reconciliar os modelos de pensamento econômico e de gestão de negócios, frente a um ambiente de interdependência global, de forte consciência ambiental e de maior responsabilidade social. Entretanto, os modelos mais freqüentes para Gestão do Capital Intelectual ainda estariam focados numa visão tradicional da empresa — que limitaria as análises sobre possibilidades inerentes ao valor econômico do empreendimento.

Para a autora, a tradução do valor do grande impacto trazido pelo capital intelectual e intangíveis em geral demandaria a inclusão de discussões sobre: (a) relacionamentos derivados do negócio; (b) performance dos indivíduos; (c) processos organizacionais; (d) cidadania e inserção social; (e) ecologia e meio ambiente; e (f) identidade corporativa. Uma visão expandida do valor permitiria melhor compreender a importância do conhecimento para os negócios da empresa e seus benefícios como moeda para parceria com outras organizações. Nesse sentido, a Gestão do Capital Intelectual ofereceria a capacidade desta alcançar valor de mercado superior ao valor dos ativos tangíveis — ou seja, de apropriar o valor dos intangíveis.

Roos *et al.* (1997) apontam indicadores para a mensuração do capital intelectual fundamentados em experiências, entre outras, da Skandia, da Dow Chemicals, da SND (Norwegian Industrial and Regional Development Fund), da Mec-Track, e da Battery. A necessidade de uma nova e mais completa cesta de indicadores estaria associada ao fato de que numa situação onde o conhecimento passa a ser a tônica dos processos produtivos, a ocorrência de rendimentos crescentes põe por terra um grande número de postulados econômicos vigentes.

Para os autores, o novo contexto de produção e oferta demandaria acompanhamento mais próximo e estrito da aplicação de recursos, uma vez que um pequeno deslize poderia possibilitar aos competidores um enorme distanciamento em termos de competitividade. O

acompanhamento do capital intelectual, forma sistêmica para manifestar o valor originado pelas operações da empresa, deveria ser acompanhado por meio de variações nos estoques e nos fluxos, mais e precisamente na forma de índices capazes de proporcionar análises longitudinais confiáveis.

Roos *et al.* (1997) advogam, ainda, a criação de índices para permitir análises *intra* e *inter* empresas, uma vez que possibilitariam dar visibilidade a questões que hoje vêm sendo analisadas muitas vezes sob o prisma do “sentimento gerencial” sobre o assunto, por exemplo, tempo de maturação de investimentos — defasagem entre aquisição de uma aplicação de TI e treinamento de empregados — e *tradeoffs* sobre um determinado investimento — maior eficiência versus satisfação dos clientes.

Além disso, os índices ampliariam a informação disponível para os acionistas investidores e financiadores, trazendo maior abrangência e agregando informações complementares às demonstrações financeiras.

Os itens listados na Tabela 1 partem da revisão da teoria que procura mostrar a convergência entre os modelos teóricos sobre a gestão da performance a partir de perspectivas múltiplas e integradas. Visam à identificação de uma medida geral de valor alcançado pela empresa — capital financeiro e capital intelectual — a partir das variações percebidas pelos executivos de topo nas diversas vertentes de performance das empresas pesquisadas.

A obtenção de padrão diferenciado de performance de longo prazo, que seja capaz de materializar a estratégia e gerar valor consistentemente superior ao dos concorrentes, pode ser considerado o *leit-motif* dos estudos de Kaplan e Norton.

Nesse sentido, tais autores são veementes ao defender a inclusão de métricas qualitativas e de caráter prospectivo no conjunto de medidores para acompanhar a implementação dos planos estratégicos ou das estratégias emergentes: “*uma nova moldura para descrever, mensurar e alinhar ativos intangíveis*” (Kaplan e Norton, 2004, p. xiv).

3. METODOLOGIA

A sinalização dos fluxos e estoques que levam à originação de valor — testada por meio da percepção dos sujeitos da pesquisa sobre a performance das organizações observadas — traz novos argumentos para rediscutir os critérios de inclusão de empresas em listas de “melhores” ou de “mais admiradas”: atualmente o grande divisor de águas é a performance financeira, insuficiente para determinar performance superior. A criação de índices para os diversos “tipos” de intangíveis que constituem o capital intelectual, assim como a caracterização das proporções entre capital intelectual e capital financeiro no valor total de um empreendimento, possibilitaria melhores condições de análise sobre performance e risco global.

Assim, a pesquisa aqui retratada volta-se para responder à questão: Em que extensão Capital Intelectual — Capital Organizacional, Capital de Relacionamento e Capital Humano — e Capital Financeiro interagem na criação de valor para as empresas, tendo por base a percepção dos executivos de topo sobre Performance Balanceada?

Para tanto foram desenvolvidas as hipóteses $H_{0,1}$ = Não existem segmentos estatisticamente diferenciados quanto aos Índices de Capital Financeiro, Capital Organizacional, Capital de Relacionamentos e Capital Humano e $H_{0,2}$ = Não existem segmentos de empresas em que ocorra a destruição simultânea de Capital Financeiro (CF) e Capital Intelectual (CI) (todos os índices/dimensões).

O presente estudo parte de informações sugestivas (Bento e Ferreira, 1982, p. 9) organizadas em estudos anteriormente desenvolvidos e das informações preditivas obtidas em estudos empíricos conduzidos na mesma linha de pesquisa.

Tabela 1 – Proposições pesquisadas sobre a percepção dos resultados na performance balanceada

Perspectivas/Focos/Autores	Proposições da Pesquisa (base três exercícios fiscais)
1 Econômico e Financeira; Capital Financeiro – Kaplan & Norton, Edvinsson & Malone, Sveiby, The Konrad Group	O faturamento cresce consistentemente acima da média do faturamento dos concorrentes diretos.
2	A margem (preço – custo direto da mercadoria) é significativamente superior à dos concorrentes diretos.
3	Os ativos são utilizados com maior efetividade do que os concorrentes diretos.
4	O caixa gerado pelas operações proporciona equilíbrio financeiro superior ao dos concorrentes diretos.
5 Mercado e Clientes; Capital de Relacionamentos – Kaplan & Norton, Edvinsson & Malone, Sveiby, The Konrad Group	O valor intangível para o cliente é agregado às operações em níveis mais profundos do que os dos concorrentes diretos.
6	A presença e o resultado junto a públicos anteriormente não atendidos é melhor do que os dos concorrentes diretos.
7	Os mecanismos de interação com clientes e parceiros têm aprimoramento superior aos dos concorrentes diretos.
8	O atendimento à demanda, ocorre em maior extensão do que nos concorrentes diretos.
9	A reputação desejada junto ao nosso público alvo é melhor fixada do que a dos concorrentes diretos.
10 Tecnologia e Processos; Capital Organizacional – Kaplan & Norton, Edvinsson & Malone, Sveiby, The Konrad Group	O faturamento médio dos fornecedores em função das compras é maior do que o dos concorrentes diretos em nos fornecedores deles.
11	Os pontos de venda presenciais são mais eficazes negocialmente do que os dos concorrentes.
12	As soluções de logística são mais eficiente do que dos nossos concorrentes diretos.
13	A adoção de novas soluções organizacionais é mais efetiva do que a dos concorrentes.
14	O cumprimento dos padrões e obrigações ligadas a códigos, padrões e regulamentos é superior ao dos concorrentes diretos.
15 Aprendizado Humano e Renovação; Capital Humano – Kaplan & Norton, Edvinsson & Malone, Sveiby, The Konrad Group	O time de profissionais estratégicos supera em muito o dos concorrentes diretos no tocante à implementação da estratégia da empresa
16	Os mecanismos de interação com fatos e dados permitem proatividade superior à dos concorrentes diretos.
17	O estilo diferenciado de comportamento organizacional não pode ser alcançado no curto prazo pelos concorrentes diretos.

Os construtos e macroconstrutos adotados foram operacionalizados a partir de *survey* amplo consistindo de 158 questões fechadas e uma aberta, incluídas as referentes à caracterização e contingenciamento das observações e sujeitos, sendo remetidas 1.350 cartas convites às empresas de maior complexidade e repercussão na economia brasileira, sendo o sujeito o executivo de topo, ocupando cargo de gestão em colegiado do primeiro nível hierárquico — presidente, vice-presidente, diretor ou superintendente — ou, se existir na estrutura organizacional, primeiro executivo responsável pelas funções planejamento e/ou controle, com alcance de retorno completo de 95 respondentes — índice de 7%.

Bontis *et al.* (2002, p.449) citam estudos que referendam o uso da percepção gerencial sobre a performance como *proxy* da performance de fato, apontando a existência de correlações significativas entre percepção e realidade — entre esses, Lyles & Salk (1997) executam testes para comparar a performance percebida e a performance objetiva e testes para medir a validade externa das escala empregada. Face aos freqüentes problemas com os percentuais de resposta a pesquisas baseadas em questionários, parece razoável supor a necessidade e a coerência na adoção de método amostral não-probabilístico (Chisnall, 1980, Marconi & Lakatos, 1982; Weiers, 1984).

A coleta de dados foi realizada mediante a remessa de carta convite por via postal e as respostas recebidas — entre maio e dezembro de 2005 —, majoritariamente, a partir de sítio na internet onde os respondentes manifestaram suas percepções quanto às proposições dos diversos blocos de estudo. O sujeito teve a possibilidade de navegar pelo questionário e consignar suas respostas. Tal protocolo permitiu identificar quem acessou o sítio e manifestou interesse na pesquisa; quem deu início ao preenchimento e quem concluiu a participação, permitindo acompanhamento *pari passu* da coleta de dados; além disso, colocou em evidência um e-mail para contatos entre o pesquisador e os sujeitos da pesquisa.

As proposições, em sintonia com os marcos de fundamentação teórica, foram formuladas de modo a possibilitar a identificação da intensidade de concordância em relação a uma determinada mediante o emprego de escala tipo Likert com seis pontos, adotada porque pode ser tratada estatisticamente como métrica de observação intervalar — Kerlinger (1964). A opção pela escala desempataada leva o sujeito a assumir uma posição frente ao fenômeno estudado.

A operacionalização das hipóteses aqui tratadas observou: o cômputo dos índices de Capital Financeiro, Capital de Relacionamentos, Capital Organizacional e Capital Humano; criação de índices compostos como *proxies* para Capital Intelectual e Valor; identificação de *clusters* — análise hierárquica, método de Ward; identificação de funções discriminantes; realização de testes de diferença de médias/variância entre os conglomerados identificados — MANOVA e ANOVA; padronização dos índices obtidos para identificar comportamentos dos conglomerados em relação à originação de Valor; aplicação de teste não-paramétrico para identificação de proporções entre os conglomerados no tocante à originação de Valor — Teste Binomial; aplicação de teste não-paramétrico para comparação da magnitude dos índices em cada um dos *clusters*; — Teste Z de Wilcoxon; aplicação de teste não-paramétrico para comparação da magnitude de cada índice nos diversos *clusters* — Teste H de Kruskal-Wallis.

Assim, é possível caracterizar o estudo como finalístico, exploratório e descritivo (Vergara, 1997): exploratório em função do pequeno número de trabalhos até aqui existentes com o emprego de análise multivariada para identificar questões subjacentes às Gestão do Capital Intelectual por empresas que atuam no Brasil; descritivo porque caracteriza o emprego do Capital Intelectual dentro de uma população, a partir de processo de amostragem. Do ponto de vista da instrumentalização, Vergara (1997) diria que o estudo é de caráter bibliográfico, documental e de campo, do tipo hipotético-dedutivo, uma vez que busca a dedução de algo a partir de hipóteses calcadas em regularidades e em relações medidas com o emprego de testes e de escalas.

4. OPERACIONALIZAÇÃO

A busca de respostas para a pergunta deste estudo — Em que extensão Capital Intelectual — Capital Organizacional, Capital de Relacionamento e Capital Humano — e Capital Financeiro interagem na criação de Valor para as empresas, tendo por base a percepção dos executivos de topo sobre desempenho? — levou à operacionalização de enfoque exploratório sem paralelo na revisão da literatura nacional sobre gestão do Capital Intelectual.

Buscou-se, a partir de uma abordagem pragmática, equilibrar parcimônia e curiosidade científica para, a partir de índices voltados para expressar a criação de Valor, identificar perfis diferenciados de atendimento às expectativas dos *stakeholders*.

Foram então empreendidas duas análises exploratórias a partir das proposições sobre Performance Balanceada, utilizado para compor índices de Capital Financeiro, Capital de Relacionamentos, Capital Organizacional, Capital Humano, Capital Intelectual e Valor Total — os quatro primeiros, respectivamente, expressão dos interesses dos acionistas, dos clientes e parceiros, dos gestores e reguladores e dos colaboradores.

Foi possível comparar a percepção dos sujeitos sobre o desempenho das empresas vis-à-vis seus concorrentes diretos, estabelecendo as variáveis para o estudo indiciário, conforme apresentado na Tabela 2.

Tabela 2 – Distribuição das respostas às proposições sobre Performance Balanceada

Questões	Percentual de Respostas	Discorda	Discorda ou	Concorda	Índice Geral de Concordância
		Muito ou Totalmente	Concorda Pouco	Muito ou Totalmente	
Faturamento superior		13,30	32,30	54,40	59,20
Margem contribuição superior		14,40	44,50	41,10	61,80
Giro ativo superior		11,10	45,60	43,30	64,60
Fluxo de caixa superior		15,60	37,70	46,70	62,40
Valor intangível para o cliente superior		12,20	38,90	48,90	64,60
Penetração em novos mercados superior		10,00	44,40	45,60	64,60
Desenvolvimento de novos canais superior		8,90	43,30	47,80	66,60
Atendimento à demanda superior		7,80	42,20	50,00	68,40
Reputação superior		8,90	43,30	47,80	68,00
Faturamento dos fornecedores superior		10,00	57,80	32,20	59,20
Eficácia dos pontos venda superior		17,80	48,90	33,30	55,80
Soluções de logística superior		23,30	33,40	43,30	58,00
Inovação superior		14,40	43,40	42,20	62,20
Compliance superior		5,60	46,60	47,80	68,60
Trabalhadores do conhecimento superior		10,00	47,80	42,20	65,20
Inteligência competitiva superior		13,30	43,40	43,30	62,00
Comportamento organizacional superior		12,20	44,50	43,30	62,40

90 casos estudados

Os procedimentos incluíram testes para as $H_{0,1}$ e $H_{0,2}$, visando à exploração de pistas sobre a participação do Capital Intelectual no processo de formação de Valor das empresas que operam no Brasil, tendo por base, inicialmente, as *organizational skills* obtidas pela análise fatorial em 9.2 e os segmentos agrupados pelo processo de conglomeração apresentado e discutido nos tópicos 12.1, 12.2, e 12.3 — Alinhamento Estratégico.

Tal enfoque corrobora as proposições de Kaplan & Norton (2004, p.13) sobre o impacto do Alinhamento Estratégico sobre os Ativos Intangíveis, Capital Intelectual (CI) e, finalmente, Valor: dois terços das empresas não atingiriam os níveis adequados de Alinhamento Estratégico e com isso deixariam de alcançar retornos positivos sobre investimentos.

Em se tratando de um primeiro esforço na direção de melhor visualizar o Capital Intelectual como “*linguagem para pensar, debater e agir sobre os direcionadores das receitas futuras de uma empresa — capabilities —*” (Roos *et al.*, 1997 p. v e p. viii – nossa tradução), foram utilizados, alternada e complementarmente, testes paramétricos e não-paramétricos.

4.1 Dimensões conceituais projetadas e escalas aditivas médias para valor *ex-ante*

A análise a seguir retratada utilizou escalas aditivas baseadas nas perspectivas previstas por Kaplan & Norton (2004) para desenvolvimento de Competências e para originação de Valor.

As escalas aditivas são uma solução simples e direta para a visualização do Valor com base nos índices de Capital Intelectual e Capital Financeiro, embora não sejam suficientemente robustas para retratar a interferência que os itens de avaliação da Performance Balanceada exercem uns sobre os outros — não refletem, portanto, as condições de causalidade defendidas por Kaplan & Norton (1996) entre os vetores que compoariam a estratégia.

Assim, se por um lado as escalas aditivas distanciam a análise da gestão de Valor do *frame* de Kaplan & Norton, por outro dialogam melhor com as principais críticas ao modelo de tais autores, centradas nas relações de causa e efeito por eles propostas.

Para o cômputo dos índices de Capital Financeiro (CF), Capital de Relacionamentos (CR), Capital Organizacional (CO) e Capital Humano (CH) foram calculadas as médias aritméticas simples das pontuações da escala correspondente à percepção dos respondentes em cada uma das proposições do bloco Performance Balanceada, conforme categorização da Tabela 2.

Também foram operacionalizados dois Macroconstrutos a partir da soma vetorial das dimensões que compoem cada expressão de CI e do Valor Total, de acordo com a teoria revista: (a) Índice de Capital Intelectual: $ICI = (ICH^2 + ICR^2 + ICO^2)^{(1/2)}$; e (b) Índice de Valor Total: $IVT = (ICI^2 + ICF^2)^{(1/2)}$.

Foram criados índices médios em cada um dos 90 casos observados para cada uma das perspectivas de gestão do CI, resultando, de uma forma geral, nas estatísticas apersentadas na Tabela 3.

Os três conglomerados obtidos a partir das escalas aditivas simples foram validados por testes multivariados de análise de variância utilizando o procedimento MANOVA do SPSS e complementados por testes univariados de análise de variância com base no procedimento ANOVA. Os resultados levaram à rejeição de $H_{0,1}$ para $p < 0,01$ em favor da existência de conglomerados distintos no tocante aos índices de Capital Intelectual (Relacionamentos, Organizacional e Humano) e Capital Financeiro, mesmos intervalos de confiança registrados para as diferenças entre as médias de CF, CR, CO e CH nos *clusters*.

Tabela 3 – Estatísticas para os Índices Médios das Dimensões de Geração de Valor

	Índice CF	Índice CR	Índice CO	Índice CH	Índice CI	Índice VT
Mínimo	1,500	1,000	1,200	1,000	3,530	3,900
Média	4,217	4,324	4,076	4,159	7,297	8,447
Desvio Padrão	1,233	1,096	1,075	1,154	1,775	2,061
Mediana	4,500	4,400	4,000	4,333	7,203	8,506
Moda	5,000	5,000	4,000	5,000	6,928	8,000
Máximo	6,000	6,000	6,000	6,000	10,392	12,000

A busca de maior entendimento sobre o processo de formação de Valor levou aos testes para verificação da existência de regras de classificação dos conglomerados identificados, registrando-se a existência de uma função discriminante com grande poder de explicação (variância total de 99,1%), significância estatística ($p < 0,01$) e estrutura que denota a importância do Capital Intelectual — expresso pelos índices de Capital Organizacional, Capital de Relacionamentos e Capital Humano — para a originação de Valor. A capacidade preditiva das funções de classificação — Capital Intelectual e Capital Financeiro — foi testada com nível de acerto de 94,4% e os índices médios computados para os três conglomerados.

A Tabela 4 procura estabelecer um placar para apresentação dos índices médios de Capital Financeiro, Capital de Relacionamentos, Capital Organizacional, Capital Humano, Capital Intelectual e Valor para os três conglomerados identificados neste tópico. Verifica-se performance superior em todos os quesitos para empresas do *cluster* 2 — Mais Valor —, seguidas pelas do *cluster* 1 — Neutras — e finalmente das do 3 — Menos Valor.

4.2 Dimensões latentes do Capital Intelectual (*ex-post*)

Visando aproximar teoria e diversidade encontrada na amostra estudada, foi operacionalizada análise buscando criar escores fatoriais para as quatro dimensões — Capital Financeiro, Capital de Relacionamentos, Capital Organizacional e Capital Humano.

Tabela 4 – Placar de Índices de Capital Financeiro, Capital Intelectual e Valor nos Clusters

C	Estatísticas ^a	Índice CF	Índice CR	Índice CO	Índice CH	Índice CI	Índice VT	
1	Neutras	\bar{X}	0,2193	0,1204	0,0585	0,0694	0,8285	0,1340
		S	0,6990	0,4268	0,4184	0,5543	0,3866	0,3613
		N	39	39	39	39	39	39
		ICR ^b	0,199					
		ICO ^b	0,118	0,357				
		ICH ^b	0,225	0,911	0,706			
		ICI ^b	0,084					
2	Mais Valor	\bar{X}	0,9476	1,0801	1,1851	1,0897	1,1953	1,1667
		S	0,4391	0,4097	0,4221	0,3927	0,3202	0,3300
		N	24	24	24	24	24	24
		ICR ^b	0,161					
		ICO ^b	0,014	0,116				
		ICH ^b	0,055	0,775	0,130			
		ICI ^b	0,009					
3	Menos Valor	\bar{X}	-1,1591	-1,1340	-1,1379	-1,0689	-1,1821	-1,2306
		S	0,4923	0,7579	0,6028	0,7401	0,5776	0,5293
		N	27	27	27	27	27	27
		ICR ^b	0,015					
		ICO ^b	0,400	0,213				
		ICH ^b	0,501	0,214	0,801			
		ICI ^b	0,000					
Geral		\bar{X}	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
		S	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
		N	90	90	90	90	90	90
		ICR ^b	0,839					
		ICO ^b	0,867	0,597				
		ICH ^b	0,979	0,764	0,586			
		ICI ^b	0,918					
	1 – 2 ^c	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
	1 – 3 ^c	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
	2 – 3 ^c	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
	1 – 2 – 3 ^c	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	

^a Computadas a partir dos índices padronizados

^b Comparações entre os índices do cluster com base no Teste Z de Wilcoxon

^c Comparações entre o índice em cada cluster com base no Teste H de Kruskal-Wallis

As proposições caracterizando foram submetidas à nova fatoração, com as estatísticas apresentadas na Tabela 5, caracterizando quatro construtos ainda com boa confiabilidade, mesmo diante de Autovalores menores do que 1,00 nas dimensões 3 e 4.

Os fatores, representam, portanto, Capital Humano (Fator 1), Capital Financeiro (Fator 2), Capital de Relacionamentos (Fator 3) e Capital Organizacional (Fator 4), levando à criação dos índices comparativos: (a) Índice Capital Humano: ICH = Escore Fatorial Capital Humano; (b) Índice Capital Financeiro: ICF = Escore Fatorial Capital Financeiro; (c) Índice Capital de Relacionamentos: ICR = Escore Fatorial Capital de Relacionamentos; (d) Índice Capital Organizacional: ICO = Escore Fatorial Capital Organizacional; (e) Índice Capital Intelectual: ICI = $((ICH \times 4,413^{iv}) + (ICR \times 3,162) + (ICO \times 2,162)) / (4,413 + 3,162 + 2,162)$; e (f) Índice Valor Total: IVT = $((ICH \times 4,413) + (ICF \times 3,418) + (ICR \times 3,162) + (ICO \times 2,162)) / (4,413 + 3,418 + 3,162 + 2,162)$.

A nomenclatura dos fatores, e posteriormente a dos índices, procurou adotar a conceituação do Esquema de Valor proposto pela Skandia — Edvinsson & Malone (1997); Stewart (1988) — e a operacionalização de indícios sobre a gestão do Valor, como resultante da adição entre Capital Financeiro e Capital Intelectual foi realizada com base na percepção

sobre o desempenho das empresas frente aos seus concorrentes diretos nos últimos três exercícios.

Tabela 5 – Estatísticas e Dimensões Subjacentes e Validade Interna às Proposições sobre PB

Descrição	Média	δ	Fatores				Extração (*)
			CH	CF	CR	CO	
Trabalhadores do conhecimento	4,26	1,173	0,841				0,802
Inteligência competitiva	4,10	1,223	0,782				0,856
Comportamento organizacional	4,12	1,325	0,726				0,824
Reputação	4,40	1,221	0,656		0,523		0,833
Inovação	4,11	1,321	0,647				0,799
Valor intangível para o cliente	4,23	1,293	0,575				0,789
Margem contribuição	4,09	1,388		0,812			0,849
Fluxo de caixa	4,12	1,421		0,778			0,866
Giro ativo	4,23	1,258		0,733			0,855
Faturamento	3,96	1,240		0,619	0,612		0,831
Atendimento demanda	4,42	1,176			0,719		0,850
Novos canais	4,33	1,195			0,706		0,821
Novos mercados	4,23	1,177			0,631		0,793
Eficiência pontos venda	3,79	1,464				0,732	0,785
Compliance	4,43	1,110	0,576			0,674	0,838
Faturamento fornecedores	3,96	1,240			0,551	0,594	0,764
Autovalor			4,413	3,418	3,162	2,162	
Variância Explicada por Fator			27,584	21,364	19,761	13,510	
Alpha de Crombach por Fator			0,945	0,918	0,795	0,907	
Alpha para o Macroconstruto	0,965						
Bartlett – Sig.	0,000						
KMO	0,944						
Variância Explicada %	82,219						

(*) Comunalidade

90 casos estudados completos + 2 casos com *missing values* substituídos pela média

O agrupamento das observações a partir da análise hierárquica de *clusters* e os resultados para os testes de $H_{0,1}$ a partir das quatro perspectivas de gerenciamento da performance levam à rejeição da hipótese nula para $p < 0,01$ em favor da existência de conglomerados distintos no que se refere à originação de valor a partir da integração dos índices de Capital Financeiro, de Relacionamentos, Organizacional e Humano. Do mesmo modo que em 4.1, confirmou-se a diferença de médias nos três *clusters* para CF, CR, CO e CH com $p < 0,01$.

Os índices médios de Capital Financeiro e de Capital Intelectual foram computados para os três conglomerados — Tabela 6.

Tais estatísticas reforçam indícios sobre a existência de padrões diferenciados de gestão do Valor entre os três conglomerados, aspecto confirmado pelo resultado de testes não-paramétricos equivalentes aos aplicados em 4.1.

As empresas do Conglomerado 1 — “Neutras” — seriam as de performance intermediária. Apresentam inegavelmente força financeira, aspecto referendado pelos testes Z de Wilcoxon, porém desempenho inferior no tocante ao Capital Organizacional.

As empresas agrupadas no *cluster* 2 — “Mais Valor” — aparentam performance superior em todas as fontes de Valor. Os maiores índices para Capital Intelectual e Valor total reforçam, nesta análise, a importância de um padrão equilibrado, consistente e interativo como fator para alcance de desempenho superior, com destaque para a performance que o Capital organizacional agrega neste *cluster*.

As empresas do *cluster* 3 — “Menos Valor” — são as de pior performance geral, com índices comparativos de performance baixos em todas as dimensões — levando a um índice de Capital Intelectual negativo e à destruição de Valor.

Tabela 6 – Placar de Índices de Capital Financeiro, Capital Intelectual e Valor nos Clusters

C	Estatísticas ^a	Índice CF	Índice CR	Índice CO	Índice CH	Índice CI	Índice VT	
1	Neutras	\bar{X}	1,0910	0,1434	-1,0621	0,1871	0,3387	0,3647
		S	0,8134	0,7766	1,0013	0,8626	0,7136	0,5230
		N	16	16	16	16	16	16
		ICR ^b	0,020					
		ICO ^b	0,000	0,003				
		ICH ^b	0,023	0,959	0,004			
		ICI ^b	0,002					
2	Mais Valor	\bar{x}	0,3124	0,4936	0,7977	0,6013	0,9183	1,0419
		s	0,5297	0,6927	0,4914	0,6374	0,5353	0,4117
		N	26	26	26	26	26	26
		ICR ^b	0,585					
		ICO ^b	0,001	0,003				
		ICH ^b	0,091	0,568	0,248			
		ICI ^b	0,000					
3	Menos Valor	\bar{x}	- 0,5329	- 0,3152	- 0,0781	- 0,3881	- 0,6103	- 0,6859
		s	0,8855	1,0967	0,8384	1,0365	0,8323	0,7680
		N	48	48	48	48	48	48
		ICR ^b	0,473					
		ICO ^b	0,025	0,179				
		ICH ^b	0,870	0,959	0,047			
		ICI ^b	0,580					
Geral		\bar{x}	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
		s	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
		N	90	90	90	90	90	90
		ICR ^b	0,719					
		ICO ^b	0,533	0,521				
		ICH ^b	0,792	0,740	0,545			
		ICI ^b	0,893					
	1 – 2 ^c	0,108	0,001	0,000	0,126	0,006	0,000	
	1 – 3 ^c	0,091	0,000	0,000	0,023	0,000	0,000	
	2 – 3 ^c	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
	1 – 2 – 3 ^c	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	

^a Computadas a partir dos índices padronizados

^b Comparações entre os índices do cluster com base no Teste Z de Wilcoxon

^c Comparações entre o índice em cada cluster com base no Teste H de Kruskal-Wallis

A constatação de destruição simultânea de Valor conforme registrado no conglomerado 3 “Menos Valor” leva à rejeição de $H_{0,2}$, mesmo não sendo possível confirmar, com significância estatística obtida por meio de Teste Binomial, uma maior proporção de empresas (48 em 90) em que ocorre a destruição de Valor.

A grande dispersão dos índices inerentes às observações do conglomerado “Menos Valor” sinaliza para a possibilidade de haver mais de um padrão de geração de Valor, possivelmente associado à gestão do Capital Organizacional e de suas interações com as demais fontes de Valor.

5. DISCUSSÃO

É importante destacar que as proposições sobre Performance Balanceada ofereceram solução para um problema comum aos estudos populacionais sobre a gestão do Capital Intelectual que decorre da falta de uma cesta de medidores de valor compartilhada por todas as empresas observadas. Ainda que na presença de externalidades, a opção por explorar uma

nova vertente de práticas de gestão da performance pareceu legítima e com validade acadêmica e prática para avançar no entendimento dos fenômenos que levam às empresas serem apreciadas com maior ou menor ênfase no tocante à razão entre Valor de Mercado e Valor Patrimonial — VM/VPA.

Em se tratando de um primeiro esforço na direção de melhor visualizar o Capital Intelectual como “*linguagem para pensar, debater e agir sobre os direcionadores das receitas futuras de uma empresa — capabilities —*” (Roos *et al.*, 1997 p. v e p. viii – nossa tradução), foram utilizados, alternada e complementarmente, testes paramétricos e não-paramétricos.

Os testes e procedimentos para fazer frente às hipóteses devem ser encarados como primeiros passos na direção de se obter — e estabilizar — método que proporcione padrão de comparação sobre a gestão de Capital Intelectual e sobre o processo de criação de Valor alcançado pela empresas brasileiras, para além da dimensão econômico-financeira.

Foram realizadas duas baterias de testes para explorar e comparar a conveniência de métricas de apuração e gestão da performance: construtos conceituais modelados a priori e a posteriori, utilização de quatro diferentes padrões de formação de conglomerados das observações, cada um seguindo racional distinto para a categorização das empresas.

Os testes possibilitaram: (a) segmentar as observações; (b) identificar as empresas sob o ponto de vista da criação ou destruição de CI e de Valor; (c) hierarquizar os segmentos de acordo com a magnitude dos índices; (d) comparar fontes de originação de valor para cada *cluster*.

As hipóteses testadas, cujos resultados estão consolidados nos Tabela 7, foram : (a) $H_{0,1}$ = Não existem segmentos estatisticamente diferenciados quanto aos Índices de Capital Financeiro, Capital Organizacional, Capital de Relacionamentos e Capital Humano; e (b) $H_{0,2}$ = Não existem segmentos de empresas em que ocorra a destruição simultânea de Capital Financeiro e Capital Intelectual (todos os índices).

Tabela 7 – Consolidação dos Testes de Hipóteses sobre Capital Intelectual

	<i>Clusters / Modo</i>	$H_{0,1}$	$H_{0,2}$
Bateria 1	Ex ante	Rejeita	Rejeita
Bateria 2	Ex post	Rejeita	Rejeita

As duas baterias de testes com índices *ex-ante* e *ex-post* se mostraram capazes de diferenciar segmentos das observações quanto à geração de Valor e de identificar a quantidade/proporção de empresas gerando índices negativos de Capital Intelectual e de Valor — aspecto sensível ao método.

A identificação da magnitude entre os índices de Capital Financeiro e Capital Intelectual e a comparação entre os *clusters* também aparenta sensibilidade ao método de estabelecimento dos indicadores.

A sintonia entre as baterias de testes foi analisada por meio da tabulação cruzada entre os resultados — Tabela 8 —, que registra equivalência das observações em relação à originação de valor em 60 dos 90 casos estudados. O cluster menos comportado é o que representa as chamadas empresas neutras.

Os *clusters* foram tipificados de acordo com a provável originação de valor — adição, neutra e destruição — e, na seqüência, realizadas tabulações que permitiram comparar o aninhamento e a recorrência de categorizações de acordo com os procedimentos das quatro baterias.

A abordagem empreendida sobre índices de Capital Intelectual proporcionou a obtenção de indícios sobre a geração de Valor por empresas que operam no Brasil — questão de fundo deste estudo e que foi inicialmente foi representada pela Figura 1 para demonstrar a

relação VM / VPA, ao longo do tempo, para uma carteira hipotética de ativos negociados na BOVESPA.

Tabela 8 – Comparação dos métodos de conglomerização das observações segundo fontes de valor

Conglomerados		Escalas Fatoradas (4.2)			Total
		Neutras	Mais Valor	Menos Valor	
Escalas Aditivas (4.1)	Neutras	13	5	21	39
	Mais Valor	2	21	1	24
	Menos Valor	1	0	26	27
Total		16	26	16	46

É possível sugerir que existem perfis e processos diferenciados para a obtenção de Valor nas empresas de maior complexidade e repercussão da economia brasileira. As baterias de testes sinalizam a importância das variáveis Capital de Relacionamento e Capital Humano para alcance de uma melhor situação de performance comparativa entre as empresas da amostra, ressaltando o papel das *soft skills* para a performance corporativa das empresas dos segmentos que adicionam valor.

Os resultados aqui obtidos devem ser relativizados em função de: (a) amostra não-probabilística, característica recorrente em estudos desta natureza no Brasil, face à falta de tradição de as empresas em permitir acesso a informações para pesquisas deste tipo; (b) o tamanho do questionário dificultou a obtenção de um maior número de observações; (c) os índices de Capital Intelectual e de Capital Financeiro devem ser encarados unicamente como esforço pioneiro rumo à possível estabilização de um método de análise da performance mais abrangente do que os atualmente em uso pelos analistas de mercado para *value assessment*; (d) o questionário foi respondido por apenas um sujeito em cada organização e retrata percepção e julgamento pessoal que não foram comparados com outro integrante da empresa.

Por outro lado, alguns fatores corroboram as conclusões: (a) a validade foi aferida por meio do Alpha de Crombach, sendo superior a 0,95 para os macroconstrutos decorrentes da análise fatorial das proposições e sua conjugação em novas variáveis por meio da ponderação com base na variância explicada; (b) o faturamento das empresas da amostra representa 27,7% do PIB; (c) a consistência das respostas levou ao descarte de apenas três observações discrepantes.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A discussão sobre os índices da Capital Intelectual e formação de Valor nas empresas da amostra reforça a necessidade de serem testados no mercado brasileiro os fluxos entre os diversos capitais e o reflexo desses fluxos na adição ou destruição de Valor (Roos *et al.*, 1997).

O maior entendimento qualitativo sobre a natureza de cada um dos segmentos identificados permitiria traçar roteiros e mapas para desenvolvimento de Valor com base na interação entre as dimensões do Capital Intelectual e o Capital Financeiro. Além disso, a chance de utilização de uma cesta de indicadores padronizada e compartilhada para mensurar a originação de valor com base nas suas diversas vertentes despontaria como uma ferramenta a mais no conjunto de técnicas disponível ao analista de mercado.

As possibilidades inerentes ao método facilitariam ampliar a compreensão do processo de geração de valor, ao mesmo tempo em que permitiriam sua divulgação periódica para a criação de novos *rankings* de empresas — desta feita baseados em criação de Valor e não apenas no porte, faturamento ou exposição com que a empresa se mostra ao mercado.

Mesmo escalas aditivas, operacionalizadas com parcimônia e embasadas na teoria, permitiriam a categorização quando não disponível instrumental analítico mais sofisticado.

A utilização de índices de Capital Intelectual e a categorização das empresas a partir deles permitiria que o mercado, frente a uma situação de contingência, pudesse avaliar o quanto uma empresa já está suficientemente preparada para utilizar suas *capabilities*, apreciando as mais aptas e descontando as menos prontas — reforçando a idéia de fazer frente às vulnerabilidades apresentada por Roos (1997, p. 91).

Um estudo indiciário, muito longe de esgotar as possibilidades de tratamento dos dados coligidos, se propõe a estimular discussões sobre Valor e Capital Intelectual a partir de dados primários. As opções de continuidade e ampliação da fronteira aqui alcançada seriam: (a) estudos longitudinais para a criação de *ranking* de empresas; (b) estudos para mapear o Capital Intelectual o mais próximos possível da terminologia de mercado; (c) aplicação do método em amostras em setores econômicos; (d) aplicação do instrumental em mercados que, visando comparações que denotem o estilo brasileiro de gerenciar *vis-à-vis* o de outras economias e conjunturas.

Os principais benefícios da Gestão do Capital Intelectual seriam as novas formas de interação com a cadeia de valor da organização, incorporando a relevância da questão dos ativos intangíveis ao foco gerencial e mantendo os funcionários atentos para as prioridades estratégicas e fatores que levarão a um valor superior.

O *mix* proposto por Grouard (2001) abrangendo tangíveis, intangíveis, pessoas, relações e gestão da diversidade parece constituir um roteiro inescapável para que os pesquisadores estudem as organizações e para que os gestores façam frente aos desafios de um mundo mais rápido, conectado e centrado no virtual.

É conveniente, portanto, que acadêmicos e praticantes estejam atentos aos efeitos da governança estratégica, condição que correspondeu, nesta pesquisa, às empresas que ofereceriam um projeto de Valor mais atrativo para os *stakeholders*.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALLEE, V. The value evolution: addressing larger implications of an intellectual capital and intangibles perspective. **Journal of Intellectual Capital**, Bradford, v. 1, n. 1, p. 17-32, 2000.
- BALLOW, J. J.; BURGMAN, R.; MOLNAR, M. J. Managing for shareholder value: intangibles, future value and investment decisions. **Journal of Business Strategy**, v. 25, n.3, p. 26-34, jun 2004.
- BENTO, A. M.; FERREIRA, M. R. D. **A prática da pesquisa em ciência social: uma estratégia de decisão e ação**. Relatório COPPEAD n° 89. COPPEAD/UFRJ. Rio de Janeiro, 1982.
- BONTIS, N.; CROSSAN, M.M.; HULLAND, J. Managing an organizational learning system by aligning stocks and flows. **Journal of Management Studies**, v.39, n 4, June 2002 p. 438-469
- CHISNALL, P. M. **Pesquisa mercadológica**. São Paulo: Saraiva, 1980.
- CRAWFORD, R. **Na era do capital humano: o talento, a inteligência e o conhecimento como forças econômicas; seu impacto nas empresas e nas decisões de investimento**. São Paulo: Atlas, 1994.
- EDVINSSON, L. & MALONE, M. S. **Capital Intelectual: descobrindo o valor real de sua empresa pela identificação de seus valores internos**. São Paulo: Makron, 1998.
- EPSTEIN, M. & MANZONI, J. **Performance measurement and management control: a compendium of research**. Oxford: Elsevier Science, 2002. p. 181-208
- GROUARD, B. **Empresa em movimento: fundamentos e técnicas da gestão de mudanças**. São Paulo: Negócio Ed., 2001.
- HAIR JR, J. F. et al. **Multivariate data analysis and readings**. New Jersey: Englewood Cliffs. New Jersey; Prentice Hall, 1998.

- KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. The balanced scorecard: measures that drive performance. **Harvard Business Review**, v. 70, n. 1, p. 71-79, jan./feb., 1992.
- _____; _____. Using the balanced scorecard as a strategic management system. **Harvard Business Review**, v. 74, n. 1, p. 75-85, Jan./Feb., 1996a.
- _____; _____. Strategic learning; the balanced scorecard. **Strategy & Leadership**, p. 18-24, Sep./Oct., 1996b.
- _____; _____. **The Balanced Scorecard: translating strategy into action**. Boston, MA: Harvard Business School, 1996.
- _____; _____. **Strategy Maps: Converting intangible assets into tangible outcomes**. Boston: Harvard Business School, 2003.
- KERLINGER, F. N. **Foundations of behavioral research**. New York: Holt, Rinehart and Winston, 1964.
- KONRAD GROUP. **The invisible balance sheet: key indicators for accounting control and valuation of know-how companies**. Stockholm: [s.n.], 2000.
- LYLES, M.; SALK, J. Knowledge acquisition from foreign parents in international joint ventures: an empirical examination in the Hungarian context. In: BEAMISH, P.; KILLING, P. **Cooperative strategies: European perspectives**. San Francisco: New Lexington, 1997.
- MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas em pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1982.
- NEVES, M. B. E. **Utilização do beta, índice P/L, valor de Mercado e valor contábil na relação risco-retorno no mercado acionário brasileiro**. 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) – COPPEAD, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1996.
- REZENDE, J. F. **Balanced Scorecard e a Gestão do Capital Intelectual: alcançando a performance balanceada na economia do conhecimento**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.
- ROOS, J.; ROOS, G.; DRAGONETTI, N.; EDVINSSON, L. **Intellectual Capital: navigating the new business landscape**. London: MacMillan Press, 1997.
- STEWART, T. A. **Capital Intelectual: A Nova Vantagem Competitiva das Empresas**. Rio de Janeiro : Campus, 1998.
- SVEIBY, K. E. **Towards a Knowledge Perspective on Organisation**. 1994. Tese (Doutorado Em Business Administration) - Department of Business Administration, University Of Stockholm, Stockholm, 1994.
- _____. **Measuring intangibles and intellectual capital: an emerging first standard**. Disponível em: <www.sveiby.com.au/library> Acesso em: ago. 1998.
- VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 1998.
- WEIERS, R. M. **Marketing research**. New Jersey: Prentice Hall, 1984.

ⁱ A constituição da série histórica a partir dos dados disponibilizados pelo serviço Econômica Ltda., *bureau* de informações sobre títulos e valores mobiliários www.economica.com.br, não observou a representatividade do ativo, limitando-se à média da relação entre preço e valor patrimonial no último pregão do ano base.

ⁱⁱ Caracteriza a disponibilidade do ativo para negociação em função da frequência dos negócios, tendo por base a data de 31 de março de 2004 e um período total de 20 anos, sendo expresso por $P = 100 * n/N$ onde: n = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido; e N = número total de dias do período escolhido.

ⁱⁱⁱ Caracteriza a facilidade em se transacionar o Ativo em relação ao pool de negócios efetuados num dado período, tendo por base a data de 31 de março de 2004 e um período de retroação de 10 anos, sendo expresso por $L = 100 * n/N * (q/Q * v/V)^{1/2}$ onde: n = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido; N = número total de dias do período escolhido; q = número negócios com a ação dentro do período escolhido; Q = numero de negócios com todas as ações dentro do período escolhido; v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido; e V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.

^{iv} Autovalor da dimensão “n” da Análise Fatorial.