

FATORES EXPLICATIVOS DA TRANSIÇÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE VALORIZAÇÃO MÉDIA PARA EMPRESAS DE ALTO DESEMPENHO

ILSON LUIZ PEREIRA

Centro Estadual de Educação Tecnológica Paula Souza - CEETPS
ilson.pereira@profip.com.br

SERGIO FELICIANO CRISPIM

Universidade Municipal de São Caetano do Sul - USCS
scripim@uol.com.br

JOSÉ ROBERTO FERREIRA SAVOIA

USP - Universidade de São Paulo
jrsavoia@usp.br

FATORES EXPLICATIVOS DA TRANSIÇÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE VALORIZAÇÃO MÉDIA PARA EMPRESAS DE ALTO DESEMPENHO

RESUMO

O objetivo desta pesquisa foi verificar em que medida os fatores de competitividade identificados como explicativos para a valorização sustentadamente elevada em empresas americanas também estiveram presentes em empresas brasileiras com desempenho de valor semelhante. Esta pesquisa tem natureza descritiva, baseada em informações quantitativas e qualitativas e seu delineamento é um levantamento de campo. Após um levantamento de dados de valor de mercado de todas as empresas brasileiras de capital privado com ações negociadas na BM&FBOVESPA durante 24 anos, foram identificadas sete empresas que atenderam os parâmetros da pesquisa. Executivos ou ex-executivos colaboraram respondendo a um questionário e observou-se uma aderência entre 78% e 90% aos fatores identificados nas empresas americanas. Concluiu-se que os fatores identificados nas empresas americanas de alto desempenho de valor também estão significativamente presentes nas empresas brasileiras com desempenho semelhante. Esta pesquisa contribui para melhorar compreensão dos fatores de competitividade estratégica, para identificar possíveis caminhos para a melhoria do desempenho das empresas, para evidenciar particularidades da maneira de administrar no Brasil e para consolidar o valor de mercado como indicador de desempenho para análises em longo prazo de empresas brasileiras, além de identificar oportunidades de estudos futuros para o desenvolvimento da teoria da administração.

ABSTRACT

The objective of this research was to check to what extent the factors of competitiveness identified as explanatory for sustained high growth in U.S. companies were also present in Brazilian companies with similar value performance. This research is descriptive in nature, based on quantitative and qualitative information, and its design is a field survey. After a data assessment of market value of all Brazilian private equity companies traded on BM&FBOVESPA for 24 years, seven companies that met the search parameters were identified. Executives and former executives of these companies cooperated with the research by answering a questionnaire. It was observed an adherence between 78% and 90% to the factors identified in American companies. It was concluded that the factors identified in high-performance value American companies are also significantly present in Brazilian companies with similar performance. This research contributes to better understanding of strategic competitiveness factors, to identify possible ways to improve business performance, to point out some peculiarities in the way of managing in Brazil, to consolidate the market value as a performance indicator for long-term analyzes of Brazilian companies and also to identify opportunities for future studies for the development of management theory.

PALAVRAS-CHAVE: Competitividade. Valor de mercado. Indicadores de desempenho. Fatores de sucesso. Estratégia.

1 INTRODUÇÃO

O mercado de ações no Brasil vem desenvolvendo-se de forma consistente nos últimos anos, principalmente depois da obtenção do *Investment Grade* em abril de 2008, a partir de quando as empresas passaram a receber mais investimentos estrangeiros. O índice IBOVESPA saiu de um patamar de cerca de 4 mil pontos no início de 1988 para mais de 50 mil pontos em 2012, uma alta de mais de 1000% no final desse período, depois de ter atingido um pico de mais de 90 mil pontos em maio de 2008 (ECONOMÁTICA, 2013).

Algumas empresas conseguiram se beneficiar do crescimento do mercado de capitais no Brasil, de forma a melhorar suas operações e conquistar posições sólidas no mercado. Outras não conseguiram transformar essas oportunidades em crescimento sustentado, seja por operarem num setor econômico que tenha apresentado maiores dificuldades no Brasil, seja porque seus administradores não conseguiram desenvolver vantagens competitivas sustentáveis para atrair mais investimentos.

O valor de mercado de uma empresa com ações negociadas em bolsa, dado pela soma do valor de todas as suas ações, é um indicador que pode ser utilizado para avaliar o desempenho das empresas, pois depende não apenas dos resultados que a empresa vem apresentando, mas também do entendimento dos investidores sobre as perspectivas de resultados futuros da empresa (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001).

Collins (2001) conduziu um estudo entre as empresas com ações negociadas nas bolsas americanas sobre fatores internos que explicam uma valorização consistente e significativamente acima da média do mercado por um longo período, em empresas que até então tinham um desempenho médio. Estas empresas foram denominadas como *Good to Great*, ou “boas de crescimento” e os fatores que fundamentaram seu desempenho sustentadamente muito elevado foram identificados por comparação com outras empresas do mesmo segmento e de porte similar que não conseguiram sustentar o mesmo crescimento.

Dado o exposto, foi proposto o seguinte problema de pesquisa: em que medida os fatores de competitividade identificados por Collins para explicar uma inflexão positiva e o elevado crescimento de valor sustentado por longo período em empresas americanas explicariam também um desempenho de valor semelhante de empresas brasileiras?

O objetivo desta pesquisa foi verificar em que medida os fatores identificados por Collins para explicar a inflexão positiva e o elevado crescimento de valor sustentado por longo período em empresas americanas explicariam também o desempenho semelhante de empresas brasileiras.

Esta pesquisa visa contribuir para a melhor compreensão dos fatores de competitividade estratégica e sua vinculação com o valor das empresas, e poderá auxiliar em futuros estudos sobre investimentos nas empresas e sobre fatores de competitividade estratégica no Brasil.

2 REVISÃO TEÓRICA

A Administração Estratégica tem sido abordada por diversos autores em diferentes perspectivas ao longo dos anos. Kaplan e Norton (2001), com a ampla maioria dos autores, afirmam que o processo da Administração Estratégica deve se iniciar por uma análise do ambiente interno e externo, que fornecerá subsídios para a criação das diretrizes organizacionais. Uma vez criadas essas diretrizes, elas servirão de referência para a formulação estratégica propriamente dita. Ainda segundo eles, 70% das formulações estratégicas concebidas falham no momento da implantação, ou seja, não levam a empresas a uma competitividade superior. Dado este contexto, um aspecto central na teoria sobre gestão

estratégica diz respeito à competitividade das empresas – ou desempenho relativo à concorrência principal – envolvendo os indicadores para sua mensuração e os fatores explicativos da mesma. Visando subsidiar o desenvolvimento da pesquisa proposta, as duas próximas seções tratam destes temas.

2.1 Valor de Mercado e Competitividade

Os administradores são agentes com poderes delegados pelos detentores do capital para tomar decisões que atendam os seus interesses. Devem se preocupar em agir em conformidade com as leis e buscar tomar decisões que atendam os interesses dos acionistas sem prejudicar os outros *stakeholders*. As empresas bem administradas são lucrativas, possuem colaboradores leais e clientes satisfeitos e possuem boa reputação em relação à forma como fazem negócios. Se a força de trabalho ou os clientes estiverem descontentes a empresa provavelmente sofrerá redução de lucros ou de valor das suas ações no longo prazo. Uma empresa com a reputação danificada pode arcar com custos enormes, que podem corroer seu valor e sua lucratividade (BREALEY; MYERS e ALLEN, 2008).

O poder de uma concepção de negócio no sentido de criar e capturar valor pode ser dimensionado pelo valor de mercado de cada empresa, composto pelo valor da ação multiplicado pelo número de ações. O valor migra de concepções de negócio obsoletas para outras concepções, em geral mais recentes, que apresentam maior capacidade de satisfazer as prioridades dos clientes. Existem três estágios típicos para uma concepção de negócio em relação à migração de valor: influxo de valor, estabilidade e escoamento de valor (SLYWOTZKY, 1997).

Um importante objetivo da administração das empresas é maximizar a riqueza dos proprietários do capital de forma sustentada. Para alcançar este objetivo, os acionistas, detentores do capital, nomeiam um administrador para exercer atividades estratégicas e para conduzir as operações, tanto no curto como no longo prazo, norteando suas decisões de forma a maximizar a valorização do capital investido e a distribuição de dividendos (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001).

Os retornos acima da média e acima das expectativas dos investidores são relevantes para que uma empresa satisfaça simultaneamente a todos os seus *stakeholders*, que são os participantes do processo afetados pelo resultado estratégico da empresa: acionistas, clientes, fornecedores, empregados, comunidades anfitriãs, etc. Para conseguir obter esse padrão de retorno a empresa precisa conseguir desenvolver uma estratégia capaz de gerar valor (HITT, 2005).

As ferramentas de governança corporativa ajudam os investidores na tarefa de controlar a qualidade da gestão dos administradores, em relação ao objetivo de defender os interesses dos primeiros. Se não estiverem satisfeitos com os resultados auferidos pela empresa bem como com os planos apresentados pelos administradores para os resultados futuros, os acionistas podem tentar substituí-los na próxima eleição, mas essa tentativa pode ser cara e ter poucas chances de sucesso. Por isso, acionistas descontentes em geral não iniciam esse tipo de batalha, mas simplesmente vendem suas ações para investir seu capital onde se sintam mais confortáveis (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008).

Para Copeland; Koller e Murrin (2002), os administradores devem orientar suas decisões levando em conta a abordagem do Fluxo de Caixa Descontado e considerando que o mercado de capitais é eficiente para determinar o valor das empresas. Reconhecem a existência de algumas anomalias na tese da eficiência do mercado de capitais, mas destacam que quando tais anomalias são identificadas, são eliminadas quase que instantaneamente devido à grande agilidade dos mecanismos de operação, fazendo com que as ações passem a representar de forma fiel o valor de mercado da companhia.

O valor das ações de uma empresa representa o valor pelo qual a empresa vem sendo negociada, sendo uma representação de como os agentes do mercado estão avaliando aquela empresa. Esse valor corrente da empresa no mercado é um indicador do progresso e um índice do desempenho da empresa, pois deriva da avaliação dos investidores sobre a qualidade da gestão. Segundo Sanvicente (1977, p.26), o valor da empresa “leva em conta tanto os lucros correntes como os lucros futuros, por ação, sua distribuição no tempo, suas implicações fiscais e tributárias, a política de dividendos da empresa, e diversos outros fatores”.

Como as decisões dos investidores são tomadas considerando todas as informações disponíveis e como eles são avessos a riscos, segundo a Hipótese de Mercados Eficientes desenvolvida por Eugene Fama (1998), o preço de mercado de um ativo corresponde ao seu preço real, baseado nos fundamentos daquele ativo. Eventuais disparidades são provocadas pela eventual ação de investidores não totalmente racionais, mas são logo corrigidas pela ação de agentes racionais, conhecidos como *smart traders*, que percebem o erro e criam estratégias que trazem o ativo para seu valor fundamental correto.

Utilizando o valor de mercado como medida de desempenho, Collins (2001) conduziu um estudo entre as empresas com ações negociadas nas bolsas americanas, sobre fatores internos que influenciem uma valorização consistente e significativamente acima da média do mercado, por um período de pelo menos 15 anos, em empresas que até então tinham um desempenho médio, que ele denominou *Good to Great*.

Enfim, considerando que o valor de mercado é uma medida que representa a expectativa dos agentes do mercado e dos acionistas com relação ao fluxo de caixa esperado e aos ganhos futuros descontados a valor presente por uma taxa que já considera o custo do capital e os riscos do negócio, e considerando ainda a Hipótese de Mercados Eficientes de Fama, esta pesquisa adota o valor de mercado como indicador de desempenho das empresas avaliadas.

2.2 O Modelo de Collins

A pesquisa *Good to Great* de Collins (2001) buscou identificar fatores de transição presentes em empresas que, após um período de no mínimo 15 anos se comportando como “boas”, promoveram uma mudança em sua trajetória e passaram a apresentar um desempenho “excelente”. O primeiro período de 15 anos foi chamado de “período X”, o ano da transição de “ano T” e o segundo período, com forte valorização, de “período Y”. Por desempenho excelente foi estabelecido que, após o ano T, a empresa até então “boa” deveria passar a valorizar mais rapidamente do que o mercado, propiciando aos investidores rendimentos excedentes de 200% em relação à média do mercado e também em relação à média do setor de atuação da empresa – ou três vezes maior - em um período de 15 anos (período Y).

A marca de rendimentos excedentes em 200% acima da média do mercado e do setor foi estabelecida por ser superior ao desempenho das empresas consideradas de uma maneira geral como excelentes e porque um suposto fundo formado por 13 empresas *VIPs* do mercado americano (3M, Boeing, Coca-Cola, GE, HP, Intel, Johnson & Johnson, Merck, Motorola, Pepsi, P&G, Wal-Mart e Walt Disney) teria rendido apenas 150% acima da média do mercado em 15 anos, na época da pesquisa.

Esse período Y, de pelo menos 15 anos de forte valorização após a transição foi estabelecido porque, transcenderia os sucessos repentinos e também os possíveis intervalos de sorte, além de ser um período maior do que o período médio de gestão dos CEOs na maioria dos casos - o que diferenciaria as empresas realmente excelentes daquelas que apenas estiveram excelentes por um tempo devido à presença de um único grande líder (COLLINS, 2001).

Foram identificadas 11 empresas que atenderam a todos os critérios descritos acima. Também foram selecionadas, como grupo de comparação direta, 11 outras empresas que atuavam no mesmo setor de cada uma das *Good to Great*, com portes, recursos e oportunidades semelhantes na época da transição, mas que não passaram de boas para excelentes. Além disso, foi estudado um grupo de comparação não sustentada, composto por empresas que deram o salto de boas para excelentes, mas não conseguiram sustentar a trajetória de alta na proporção 3 vezes a média do mercado por 15 anos. Foram identificadas apenas 7 empresas nessas condições dentro dos 11 setores estudados.

Os fatores identificados por Collins na pesquisa como presentes nas 11 *Good to Great* na época do período de transição, não presentes nas onze empresas do grupo de comparação e apenas parcial ou temporariamente presentes no grupo de comparação não sustentada, foram:

a) Liderança: Os executivos que lideraram a transição nas 11 empresas, longe de serem figuras com personalidades fortes e presentes em manchetes, eram reservados, apagados e quietos, chegando a ser tímidos, apresentando uma grande humildade pessoal associada a uma firme vontade profissional.

b) Equipe: O processo de transição das empresas vencedoras foi precedido de uma mudança de quadro na alta gestão, quando pessoas com competências, habilidades e atitudes corretas foram colocadas nas posições corretas. Alguns dos executivos e gestores antigos foram desligados, realocados ou passaram por algum processo de reciclagem com o objetivo de mudança de postura frente às necessidades da empresa. Novos executivos ou gestores com as competências e atitudes corretas foram contratados do mercado. Collins (2001) observou que somente depois dessa reformulação, com as pessoas certas atuando nas posições corretas é que o líder define a atuação estratégica da empresa, em conjunto com a equipe que nomeou. As decisões importantes passam a ser resultado de muitos debates acalorados entre os membros da diretoria e gerência, mas uma vez tomadas há uma união de todos em torno de sua execução.

c) Atitude diante dos problemas: Na época do ponto de transição da trajetória de sucesso das empresas identificadas houve um reconhecimento aberto e franco por parte de seus dirigentes de que a empresa enfrentava dificuldades e de que havia necessidade de mudanças na forma como as coisas eram conduzidas. Os problemas passaram a ser discutidos de forma franca entre toda a equipe de gestores. A partir dessa mudança de atitude, Collins (2001) constatou que as empresas adotaram uma cultura pela verdade dos fatos, onde as pessoas tinham grandes oportunidades para serem ouvidas até que a verdade fosse totalmente compreendida. Os líderes das empresas excelentes cultivam o hábito de perguntar a opinião das pessoas e formar decisões consensuais, investigam a fundo as causas de problemas, evitando buscar culpados e os principais executivos pregam otimismo em um futuro de excelentes resultados, que só será atingido se os problemas forem enfrentados de forma destemida. Motivação é desnecessária com pessoas certas e cultura da verdade, basta não desmotivar com a falta da verdade e semear a certeza de que tudo dará certo o final, independentemente das dificuldades.

d) Foco estratégico: Collins (2001) define o que ele chama de conceito do porco espinho como: Um conceito simples e cristalino que direciona toda a estratégia da empresa. Profundo entendimento da intersecção de 3 dimensões: a atividade que apaixona profundamente; a atividade onde a empresa pode ser a melhor do mundo e o que move o motor econômico da empresa. A reflexão e o entendimento da intersecção dessas três dimensões permite que a empresa identifique com clareza qual deve ser o seu foco estratégico, uma atividade onde a empresa possa se sobressair em relação a todas as concorrentes. Essa única atividade foco passa então a nortear toda a formulação da estratégia de atuação e de investimentos da empresa. A partir dela a empresa consegue definir um

denominador econômico do tipo lucro por “x”, que passa a ser o principal indicador de desempenho para as lideranças.

e) **Disciplina:** A empresa cultiva, desde o início de sua escalada de sucesso, uma cultura de valorização de pessoas autodisciplinadas. As pessoas são engajadas em um sistema com um processo coerente, mas com liberdade para tomar decisões com responsabilidade. Pessoas disciplinadas não precisam de hierarquia, pensamento disciplinado dispensa a burocracia e ação disciplinada não requer controles excessivos. Cultura disciplinada nada tem a ver com tirania da disciplina, que ocorre em empresas sob o comando de um líder com personalidade muito forte, que faz questão de impor disciplina de forma ostensiva. A empresa disciplinada procura agir dentro de um foco muito bem estabelecido, chegando inclusive a recusar oportunidades não aderentes a esse foco.

f) **Relação com a Tecnologia:** A empresa evita modismos tecnológicos e seleciona com muito critério o tipo de tecnologia de ponta que vai aplicar sendo pioneira na aplicação de tecnologia relacionada ao foco estratégico do negócio. A pesquisa de Collins (2001) constatou que 80% dos executivos das vencedoras não mencionam tecnologia como fator de sucesso. A empresa elabora balões de ensaio para novas abordagens estratégicas e só investe pesadamente em tecnologia quando o teste demonstra potencial e sinergia com o negócio, pois entende a tecnologia como aceleradora e não como geradora do impulso inicial.

g) **Processo de Melhoria Contínua:** A transição de boa para excelente não se dá como resultado de um de um programa ou uma ação isolada. Resulta de pequenas melhorias contínuas e de realizações tangíveis que se encaixam no contexto do foco estratégico, formando um círculo virtuoso e gerando uma inércia positiva, que cada vez mais impulsiona a empresa na direção correta. A empresa só faz grandes aquisições originadas da evolução natural do seu modelo de negócio e com a finalidade de consolidar a sua posição em torno do foco estratégico (COLLINS, 2001).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa desenvolvida foi de natureza descritiva, baseada em informações quantitativas e qualitativas. Do ponto de vista de delineamento, tomando por base os conceitos de Gil (2011), foi realizado um estudo longitudinal com base em dados secundários sobre o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto e um levantamento de campo com informações primárias sobre competitividade colhidas junto aos gestores das empresas componentes da amostra. Assim, a pesquisa foi realizada em duas fases: 1ª) Identificação das empresas para obtenção de dados históricos sobre desempenho das empresas na BM&FBOVESPA e identificação de empresas com histórico de forte valorização durante um período mínimo de 15 anos; 2ª) Levantamento de campo por meio de entrevistas com executivos ou ex-executivos envolvidos no processo de valorização das empresas identificadas e qualificados para verificar a presença dos fatores identificados por Collins (2001), com base em um questionário com roteiro pré-definido.

3.1 Identificação das empresas

Foram levantados os dados de valor do mercado num período de 24 anos, entre 1988 e 2012, de todas as empresas nacionais de capital privado com ações negociadas na BM&FBOVESPA, buscando-se identificar empresas que, após um período mínimo de quatro anos de valorização próxima da média do mercado, tenham histórico de valorização de pelo menos quinze anos acima da média de mercado e do setor econômico onde estão inseridas, com acúmulo de rendimentos de no mínimo 200% acima tanto do mercado como do setor.

Esses limites de valorização são idênticos aos estabelecidos por Collins em sua pesquisa *Good to Great*. Da mesma forma, as empresas identificadas neste estudo também respeitaram a proporcionalidade de valorização 3/15, tanto em relação ao mercado como em relação ao setor, nos casos em que o período de valorização acumulada contínua excede o prazo de 15 anos. Apenas o período de quatro anos de estabilidade anterior ao momento de transição é diferente do proposto por Collins, pois não há dados estáveis sobre valorização no Brasil em períodos anteriores ao estudado, por conta dos problemas de estabilização da economia enfrentados até 1986. Os valores de referência na BM&FBOVESPA só se estabilizaram ao longo do ano de 1987 e por isso este estudo só trabalhou com dados a partir de 1988.

O objeto desta fase do estudo é a valorização das empresas e o universo é composto pelas empresas de nacionalidade brasileira e capital privado, que têm ou tiveram ações negociadas na BM&FBOVESPA no período entre 1988 e 2012. Os dados foram levantados entre os dias 02 e 04 de maio de 2013, utilizando a ferramenta Economática® e foram tratados com uma planilha de cálculo utilizando a ferramenta Excel®. Foram estudados os dados de valorização de 633 empresas e foram consideradas todas as empresas nacionais que tiveram suas ações negociadas em qualquer momento dentro do período estudado.

Foram utilizados no levantamento de dados os parâmetros de ajuste por proventos e de atualização por inflação, que utiliza o índice IPCA do IBGE, tanto para o levantamento dos dados de valor de mercado das empresas como para o levantamento do índice IBOVESPA na data correspondente. O indicador de valor de mercado de cada companhia, com periodicidade trimestral, foi extraído diretamente da base de dados da Economática®, sendo considerada a última cotação de cada empresa em cada trimestre. O valor de mercado anual foi obtido pelo cálculo da média aritmética dos fechamentos dos valores trimestrais apresentados para cada companhia. Este procedimento foi adotado para minimizar eventuais efeitos de sazonalidade que pudessem influir no valor das empresas.

O indicador IBOVESPA foi adotado como referência para a média do mercado. Foram levantados os dados de encerramento trimestral no período de 1988 a 2012, corrigidos pela inflação e mudanças na moeda, da mesma forma que os valores das empresas. A média dos valores de encerramento dos quatro trimestres foi adotada como média anual do IBOVESPA e a valorização acumulada dessa média foi adotada como valorização acumulada do mercado.

Para a avaliação por setor foi utilizada a divisão setorial da ferramenta Economática®. O indicador de média por setor foi calculado pela evolução da média do valor de todas as outras empresas que participam do mesmo setor da empresa analisada, sem considerar o valor da própria empresa no setor, ou seja, a comparação foi feita entre a empresa e a média ponderada pelo valor das suas concorrentes diretas.

Os cálculos comparativos de rendimentos obedeceram à seguinte equação de rendimentos excedentes, baseada nas teorias de Fisher (1930):

$$Rex = \left\{ \left[\frac{(1+Re/100)}{(1+Ibv/100)} \right] - 1 \right\} .100$$

onde:

Rex = Rendimentos excedentes (%)

Re = Rendimentos acumulados da empresa (%)

Ibv = Rendimentos acumulados do Ibovespa (%) (ou do setor)

Foram utilizados os seguintes critérios para identificar as empresas com desempenho superior ao mercado e ao setor: a) Empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA pelo menos no período de 20 anos, entre 1993 e 2013, com negócios realizados em todos os anos e com o capital ainda aberto no momento do levantamento dos dados; b) Empresas não classificadas no setor “outros”, pois não haveria como comprá-las com concorrentes diretas;

c) Empresas que, após um período de pelo menos quatro anos de valorização próxima da média do mercado, a partir de algum momento entre 1992 e 1997 mantiveram a sua curva de valorização acumulada acima da curva de valorização acumulada do IBOVESPA e da curva de valorização acumulada da média do setor durante todo o tempo, acumulando mais de 200% de rendimentos excedentes sobre o IBOVESPA e sobre o setor, até o ano de 2012, resultando num período de no mínimo 15 anos; d) Empresas de capital privado (não estatal); e) Empresas identificadas devem apresentar tendência de alta, pelo menos após o ano de 2011 até a data do levantamento dos dados.

Do universo inicial de 633 empresas apenas 134 empresas atenderam aos dois primeiros requisitos. A evolução do valor de cada uma dessas 134 empresas no período de 1988 a 2012 foi analisada em comparação com a evolução do respectivo setor e do IBOVESPA, buscando-se um ponto de inflexão que atendesse os critérios descritos em “c”, acima.

Para essa análise foram construídos gráficos de evolução comparada, contendo a curva de evolução do valor da empresa, a curva de evolução do IBOVESPA e a curva de evolução do setor. Para cada empresa foi feita uma análise gráfica estabelecendo-se o ponto de transição (ponto de início da contagem acumulada) para cada ano entre 1992 e 1997. Essa sequência de análises permitiu identificar se a partir de um momento específico a empresa apresentou a valorização acumulada sustentadamente acima da valorização acumulada do IBOVESPA e da valorização acumulada do setor. Para as empresas que satisfizeram a esses critérios foram avaliados os últimos dois requisitos mencionados acima, até que se determinasse o universo da segunda fase da pesquisa.

3.2 Pesquisa de Campo

Uma vez identificadas as empresas nacionais de acordo com os parâmetros da primeira etapa desta pesquisa, foram entrevistados executivos que atuaram em cada empresa na época em que a empresa iniciou a inversão em sua curva de valor, seguindo o roteiro de um instrumento de pesquisa. A primeira seção do instrumento qualifica o entrevistado, identifica o CEO da época da transição e oferece uma abertura para comentários acerca da decisão consciente (ou não) dos líderes da época em iniciar uma transição ou uma grande mudança.

Nas sete seções seguintes, os entrevistados foram solicitados a avaliar afirmações referentes ao período de transição da empresa, dando uma nota entre 1 e 5 para cada afirmação, utilizando-se uma escala Likert, onde 5 representa que a afirmação adere totalmente com a realidade da empresa, e 1 representa que a afirmação não condiz com a realidade da empresa em absoluto.

As afirmativas foram divididas em sete grupos, baseados nos sete fatores apresentados por Collins (2001). Algumas delas são positivas em relação aos fatores, ou seja, afirmam situações que estão conforme as identificadas na pesquisa de Collins e outras são negativas, ou seja, se referem a situações opostas às identificadas naquela pesquisa, mas que de alguma forma exemplificam situações encontradas nas empresas que não conseguiram manter a curva de valorização ascendente.

Para simplificar a análise dos dados coletados foi criado um índice de aderência, que é idêntico à nota dada pelo entrevistado nas afirmativas com correlação positiva com o fator estudado, e tem peso oposto nas afirmações com correlação negativa. Assim, uma afirmação negativa que recebeu nota 1 (alta aderência) tem um índice 5, a nota 2 tem índice 4, e as notas 3, 4 e 5, índices 3, 2 e 1, respectivamente. A adoção desse cálculo permitiu a obtenção de um índice médio de aderência por afirmação e por empresa aos fatores identificados por Collins (2001).

As duas últimas seções abriram espaço e estimularam comentários dos entrevistados sobre estratégia e sobre sua opinião a respeito dos fatores que cada um deles considerou como relevantes para a obtenção de excelência e de sucesso na valorização de longo prazo das empresas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na sequência serão apresentados e analisados os resultados obtidos tanto no levantamento das empresas que atenderam aos parâmetros estabelecidos na fase inicial da pesquisa quanto nas entrevistas realizadas com os representantes das empresas que participaram da pesquisa.

4.1 Etapa Inicial: Identificação das Empresas

Após as análises gráficas foram identificadas sete empresas que atenderam a todos os requisitos, conforme segue: Weg, Gerdau Metalúrgica, Tupy, BRF Foods, Alpargatas, Guararapes e Embraer. A tabela 1 apresenta um resumo das informações de mercado dessas sete empresas: o setor onde atuam; o ano em que iniciaram sua curva de valorização acumulada acima do mercado e do setor; o período de duração dessa valorização em anos; a máxima valorização atingida pela empresa, o ano em que essa valorização foi atingida; o rendimento final, desde o ano da transição até o momento do levantamento dos dados; os rendimentos máximo e final, excedentes ao setor e os rendimentos máximo e final excedentes à média do mercado. Um resumo com os resultados dos cálculos acima mencionados para cada uma das sete empresas está apresentado na Tabela 1, que foi ordenada pelos rendimentos totais ao final do período analisado, expurgada a inflação, ou seja, em termos reais.

Tabela 1 - Resumo dos resultados encontrados para as 7 empresas

Empresa	Setor	Valorização (%)					Rendimento Excedente ao Setor (%)			Rendimento Excedente ao Ibovespa (%)		
		Início	Período	Ano Max	Rend Max	Rend Final	Max	Final	Var	Max	Final	Var
Weg	Maqu. Indust	1997	15 anos	2007	1423	117	966	4492	331	461	476	3
Gerdau	Siderurgia	1996	16 anos	2008	5878	3008	728	852	15	1360	740	-42
Tupy	Veículos/Peças	1993	19 anos	2012	3876	3876	2406	2406	0	656	656	0
BRF Foods	Alimentos	1992	20 anos	2012	28335	28335	1447	1447	0	3536	3536	0
Alpargatas	Textil	1997	15 anos	2012	2028	2028	549	549	0	862	862	0
Guararapes	Textil	1993	19 anos	2006	4720	3785	2334	627	-70	937	639	-29
Embraer	Veículo/Peças	1992	20 anos	2004	39014	18505	27559	3971	-85	8462	2279	-72

Fonte: produzida pelos autores.

A BRF Foods, a Tupy e a Alpargatas atingiram a máxima valorização no ano de 2012, o último ano estudado, e não apresentam variação de excedente em relação ao setor após o pico de valorização, pois mantiveram a tendência de alta até o final do período estudado. As outras quatro empresas apresentaram picos de valorização, recuo de valor após o pico e retomada de crescimento. Destaque-se aqui que todos os valores e rendimentos mencionados nesta análise são reais, ou seja, já estão expurgados da inflação.

4.2 Pesquisa de Campo

Representantes altamente qualificados de cinco das sete empresas identificadas, sendo três ex-presidentes, um vice-presidente e um gerente de relações com investidores, colaboraram com a pesquisa, sob a garantia de que haveria sigilo na apresentação das respostas e dados individualizados das cinco empresas, que passarão a ser denominadas como A, B, C, D e E a partir deste ponto.

Um questionário com perguntas predominantemente fechadas foi aplicado, sendo que em três casos houve entrevista direta, e nos outros dois os entrevistados preferiram responder a pesquisa por escrito, prestando apenas alguns esclarecimentos de forma direta. As respostas foram obtidas no período entre outubro e dezembro de 2013. Três dos cinco entrevistados eram presidentes das empresas no momento da transição e um deles era diretor, sendo que este último ocupa hoje o cargo de vice-presidente. São pessoas que conhecem com profundidade e abrangência a história de cada empresa e participaram diretamente no processo decisório e na construção da estratégia de sucesso.

A partir das respostas dadas pelos entrevistados, passou-se à análise da aderência de cada afirmativa aos fatores identificados por Collins (2001) para explicar a inflexão positiva e o crescimento de valor sustentado por longo período em empresas americanas. A aderência indica a medida que esses fatores estão presentes também em empresas brasileiras que tiveram desempenho de valor semelhante.

A pesquisa identificou que, de uma forma geral, nas empresas brasileiras com excelência de desempenho no longo prazo houve grande aderência aos fatores de sucesso identificados por Collins (2001) nas empresas americanas, conforme a tabela 2, que resume a aderência de cada fator por empresa e geral, ordenados de forma decrescente.

Tabela 2 - Média dos índices de adesão por empresa e resumo da adesão por fator

Fator	Empresas					Média por Fator	Aderência Média
	A	B	C	D	E		
Processo de Melhoria	3,8	5,0	5,0	3,8	5,0	4,5	90%
Atitude frente aos problemas	3,8	4,9	4,7	3,7	4,5	4,3	86%
Foco estratégico	4,5	4,5	4,5	4,0	4,0	4,3	86%
Disciplina	4,0	4,2	4,6	3,8	5,0	4,3	86%
Liderança	4,0	4,6	4,5	3,8	3,5	4,1	82%
Equipe	4,5	4,5	3,3	2,8	4,7	4,0	80%
Tecnologia	3,0	4,0	5,0	2,8	4,8	3,9	78%
Média por Empresa	3,9	4,5	4,6	3,5	4,5	4,2	84%
Aderência Média	78%	90%	92%	70%	90%	--	84%

Fonte: produzida pelos autores.

Observa-se que seis dos sete fatores estudados tiveram aderência entre 80% e 90%, sendo que quatro tiveram aderência entre 86% e 90% (processo de melhoria, atitude frente aos problemas, foco estratégico e disciplina), e somente um fator - a tecnologia - ficou com aderência um pouco abaixo (78%), mas ainda bastante elevada. A média geral de aderência foi de 84%. Na análise individual por empresa, observamos que as empresas “C”, “B” e “E” apresentaram maior aderência aos fatores estudados, variando entre 90% e 92%, enquanto a empresa “A” ficou com 78%, e a “D” com 70%.

Na tabela 3, estão detalhados os fatores e perguntas que compuseram o questionário, com os respectivos índices de aderência. As afirmativas com correlação negativa aos fatores de Collins (2001) foram assinaladas para facilitar a compreensão do cálculo do índice de aderência. Na sequência da tabela são realizadas observações mais específicas sobre os resultados relacionados a cada fator.

Tabela 3 - Índice de Aderência por Fator

FATORES E PERGUNTAS		Média	Grau
LÍDER	2.5 Canalizou sua ambição na empresa e não em si mesmo. Preparou sucessores para um êxito maior do que o dele próprio.	5	100%
	2.3 O principal líder tinha determinação inabalável de fazer tudo o que fosse necessário para gerar resultados de forma contínua e os melhores resultados de longo prazo, não importando o grau de dificuldade das decisões.	4,8	96%
	2.1 O principal líder era dotado de grande modéstia, evitando sistematicamente a adulação pública e sem jamais ficar se vangloriando.	4,6	92%
	2.7 Assumia para si a responsabilidade por resultados ruins, sem jamais colocar a culpa em outras pessoas, nos fatores externos ou no azar.	4,2	84%
	2.4 Agia com determinação silenciosa e calma para motivar, mais conforme padrões desenvolvidos em conjunto com a equipe do que pela própria inspiração.	4,2	84%
	2.8 Atribuía o crédito pelo sucesso da empresa à equipe, à fatores externos e à boa sorte, nunca a si mesmo.	3,8	76%
	2.2 O principal executivo era um líder carismático, com personalidade forte. Deixava claro aos seus interlocutores como pretendia que as coisas fossem feitas e raramente era questionado. (*)	3	60%
	2.6 O principal executivo tinha convicção da sua importância para a empresa, deixando claros os seus méritos pessoais no sucesso da empresa. (*)	3	60%
	Média do Fator	4,1	82%
LIDERANÇA E EQUIPE	3.6 Decisões importantes resultavam de muitos debates entre os membros da diretoria e gerência, mas uma vez tomadas havia união em torno da execução.	5	100%
	3.4 As diretrizes básicas da empresa só foram definidas depois de um rearranjo da equipe, com intensa participação da equipe nessas definições.	4	80%
	3.2 Alguns dos executivos e gestores antigos foram desligados, realocados ou passaram por algum processo de reciclagem visando a mudança de postura.	4	80%
	3.5 As decisões importantes da empresa eram tomadas pelo líder e executadas à risca pelo demais executivos e gestores. (*)	3,8	76%
	3.1 Antes de iniciar essa trajetória de sucesso, a empresa passou por algum tipo de reformulação em sua equipe de executivos e gestores.	3,6	72%
	3.3 Novos executivos ou gestores foram contratados do mercado.	3,4	68%
	Média do Fator	4,0	80%
ATITUDE FRENTE A PROBLEMAS	4.4 Os líderes cultivavam o hábito de perguntar a opinião das pessoas e de formar decisões consensuais.	4,8	96%
	4.6 Os líderes investigavam a fundo as causas de problemas, evitando buscar culpados.	4,8	96%
	4.3 A empresa adotou uma cultura pela verdade dos fatos, onde as pessoas tinham grandes oportunidades para serem ouvidas até que a verdade fosse totalmente compreendida.	4,6	92%
	4.8 Os principais executivos pregavam otimismo em um futuro de excelentes resultados, que entretanto só seria atingido se os problemas fossem enfrentados de forma destemida.	4,6	92%
	4.5 O principal executivo conduzia as decisões que entendia serem as mais adequadas, as quais eram aceitas por todos sem questionamentos ou críticas. (*)	4,2	84%
	4.1 No início da trajetória de sucesso da empresa houve um reconhecimento aberto e franco por parte de seus dirigentes de que a empresa enfrentava dificuldades e de que havia necessidade de mudanças na forma como as coisas eram conduzidas.	4,4	88%
	4.2 Os problemas passaram a ser discutidos de forma franca entre gestores.	4,4	88%
	4.10 Nenhuma campanha motivacional foi deflagrada. Os líderes eram naturalmente motivados pela cultura e contagiavam a equipe.	3,8	76%
	4.7 Os líderes identificavam rapidamente a origem dos problemas, apontando os responsáveis de forma incontestável. (*)	4	90%
	4.9 A empresa deflagrou uma grande campanha motivacional, que foi fundamental	3,6	72%

	para o engajamento dos líderes.(*)		
	Média do Fator	4,3	86%
FOCO ESTRATÉGICO	5.3 Uma atividade foco norteava toda a estratégia de atuação e de investimentos.	4,8	96%
	5.1 Durante o período mencionado, a empresa passou por algum processo de busca por um foco, uma atividade onde a empresa pudesse se sobressair em relação a todas as concorrentes.	4,6	92%
	5.2 A empresa passou nesse período por um processo de diversificação, buscando minimizar riscos através da operação em atividades diversas.(*)	4	80%
	5.4 A alta gerência utilizava-se de algum indicador principal para avaliar a empresa. Um denominador econômico do tipo lucro por "x".	3,8	76%
	Média do Fator	4,3	86%
CULTURA DA DISCIPLINA	6.1 A empresa cultiva, desde o início de sua escalada de sucesso, uma cultura de valorização de pessoas autodisciplinadas.	5	100%
	6.5 A empresa procura agir dentro de um foco muito bem estabelecido, chegando inclusive a recusar oportunidades não aderentes a esse foco.	4,8	96%
	6.4 O principal executivo da empresa possuía uma personalidade muito forte e fazia questão de impor disciplina rígida aos colaboradores, de forma ostensiva.(*)	4,6	92%
	6.3 As pessoas são engajadas em um sistema com um processo coerente, mas com liberdade para tomar decisões com responsabilidade.	4,2	84%
	6.2 A empresa desenvolveu procedimentos rígidos que devem ser seguidos e documentos e sistemas de controle para garantir que as pessoas façam as coisas certas, mesmo que discordem.(*)	3	60%
	Média do Fator	4,3	86%
RELAÇÃO COM A TECNOLOGIA	7.2 A empresa seleciona com muito critério o tipo de tecnologia de ponta que vai aplicar e é pioneira em tecnologia relacionada ao seu negócio principal.	4,4	88%
	7.4 A Empresa elabora balões de ensaio para novas estratégias e só investe muito em tecnologia quando há potencial e sinergia com o negócio.	4,4	88%
	7.3 Todo novo empreendimento dentro da empresa já se inicia baseado nas tecnologias mais modernas que possa ser aplicadas.(*)	3,8	76%
	7.5 Na empresa não se admite a ideia de ficar para trás no que se refere à utilização de novas tecnologias em geral, em todos os setores da empresa.(*)	3,6	72%
	7.1 A empresa faz uso extensivo e adota todas as novas tecnologias disponíveis com o objetivo de melhorar o desempenho em todos os setores da organização.(*)	3,4	68%
	Média do Fator	3,9	78%
PROCESSO DE MELHORIA	8.1 A empresa preza pela busca contínua de pequenas melhorias em todos os setores.	5	100%
	8.3 A empresa fez grandes aquisições para impulsionar seus negócios através de rupturas do modelo de negócios vigente.(*)	4,4	88%
	8.4 A empresa fez grandes aquisições para consolidar sua posição após promover rupturas originadas da evolução natural do seu modelo de negócio.	4,4	88%
	8.2 A empresa busca por mudanças que possam elevar seus resultados de forma substancial e revolucionária, investindo alto em ações diversificadas.(*)	4,2	84%
	Média do Fator	4,5	90%

* Perguntas com correlação negativa em relação aos os fatores de Collins (2001) nas quais os índices de aderência são invertidos em relação às notas dadas pelo entrevistado.

Fonte: produzida pelos autores.

O primeiro fator identificado por Collins (2001) nas empresas americanas está relacionado à liderança. A respeito deste fator, destaca-se o resultado obtido para a afirmação 2.8 da tabela 3, que diz que o líder não atribui o sucesso da empresa a si mesmo. Nesta afirmação o líder da empresa “E” mencionou que é preciso ser modesto, mas também é preciso estar seguro de que se está fazendo as coisas da maneira correta e por isso considerava que sim, era preciso reconhecer sua participação pessoal nesse sucesso.

O segundo fator estudado está relacionado à equipe, ou mais especificamente à formação da equipe e ao relacionamento da liderança com a equipe. Observa-se, na tabela 3, que a afirmativa de maior aderência, com 100% e índice 5, foi a 3.6, segundo a qual as decisões mais importantes eram precedidas de intenso debate entre os executivos, mas que uma vez tomadas eram executadas à risca por todos. Esta aderência está alinhada com a da afirmativa 3.5 que é oposta, e segundo a qual as decisões eram tomadas pelo líder e seguidas pela equipe, na qual houve consistentemente uma aderência de 76%. Um exemplo marcante para esta questão vem da entrevista da empresa “C” na qual o entrevistado afirma que o principal líder jamais optou por tomar uma decisão contrária à equipe, mesmo nas situações em que tinha inicialmente uma opinião oposta, mas que em várias oportunidades ocorreu o oposto, ou seja, o líder assumiu a posição defendida pelo restante da equipe e passou a defendê-la, mesmo não correspondendo à sua opinião inicial.

O próximo fator analisado é referente às atitudes dos líderes e da empresa como um todo diante dos problemas, com aderência de 86%, conforme a tabelas 2 e 3. A análise individualizada das empresas revela alguns detalhes adicionais sobre a presença deste fator. Uma das empresas era estatal até alguns anos antes de sua reação e um executivo de mercado foi chamado para preparar a empresa para a privatização. Uma segunda empresa era familiar e não apresentava bom desempenho. A família tomou a decisão de vender, tendo ficado a cargo de um membro do conselho a tarefa de organizá-la para a venda e profissionalizar a gestão. Uma terceira empresa, também reconhecendo que não estava apresentando bons resultados, contratou uma consultoria, que auxiliou na indicação do novo líder e na reorganização. Uma quarta empresa se recuperava de uma queda de valor percebida após um processo de sucessão, concentrava seus negócios no mercado nacional e mantinha investimentos em setores que não correspondiam exatamente ao seu foco de atuação, tendo se reestruturado para focar em negócios com sinergia e para se internacionalizar. Todas essas empresas enfrentaram e resolveram seus problemas estruturais antes de iniciar sua escalada de valorização acima da média e em todas elas a participação da equipe e a busca por opiniões e decisões consensuais foi fundamental na formulação da estratégia, com a participação do principal líder e não com imposição de suas convicções, o que fica mais bem caracterizado ao observarmos a elevada adesão das afirmações 4.4, 4.8 e 4.5.

O quarto fator pesquisado está relacionado ao foco estratégico. Observa-se que as afirmativas 5.3 e 5.1, que tratam exatamente da existência de uma atividade foco que norteia todas as decisões da empresa e na qual ela pode se sobressair em relação às concorrentes, tiveram elevadas aderências. Por outro lado, a afirmação 5.4, referente à criação de um indicador econômico básico referente à operação da atividade foco, teve aderência relativamente baixa, de 76%. Nenhum dos entrevistados mencionou um fator e direcionador econômico específico de forma tão clara como os apontados por Collins (2001). Os indicadores mencionados pelos entrevistados foram retorno sobre o capital, lucro líquido e um deles mencionou que a empresa deve usar um indicador em cada época, dependendo do foco da melhoria pretendida em curto prazo.

Outro fator identificado por Collins (2001) nas empresas americanas está relacionado à disciplina. Observa-se, na tabela 3, que as afirmativas menos aderentes foram a 6.3 e 6.2, com 84% e 60% de aderência, respectivamente. Ambas tratam da existência de um processo bem definido que deve ser seguido à risca e da autonomia dos colaboradores para interferirem

nesse processo já estabelecido. A adesão de 84% para a afirmativa 6.3 evidencia que as pessoas são estimuladas a tomar decisões com responsabilidade, conforme identificado por Collins (2001), mas a aderência de apenas 60% para a afirmação 6.2 - a mais baixa entre todas - evidencia que nas empresas brasileiras estudadas há uma limitação à autonomia dessas pessoas, imposta pelos procedimentos estabelecidos e controles rígidos. Um dos entrevistados esclareceu que a própria natureza do negócio exige a adoção de procedimentos descritos e muito rígidos, que são fiscalizados por órgão de controle, sendo que os colaboradores são estimulados a sugerir mudanças, mas que estas só serão adotadas após análise dos envolvidos e dos responsáveis pelo processo em questão. Na empresa “E”, ao contrário disso, há muita liberdade para que os colaboradores possam contribuir de forma responsável com alterações que produzam melhorias, principalmente porque o nível médio de qualificação de seus colaboradores é muito alto. No caso, a aderência da empresa ao fator foi de 100%.

O sexto fator identificado por Collins (2001) se refere à relação da empresa com a tecnologia. A afirmação 7.3, de que a empresa já investe na tecnologia mais moderna em todos os novos empreendimentos, onde se esperava uma grande aderência, apresentou índice de aderência relativamente baixo de 76%. Nas afirmativas 7.1 e 7.5, que se referem à forma como a empresa lança mão de todas as mais modernas tecnologias disponíveis em todos os departamentos, mesmo os não relacionados ao seu negócio principal, também se esperava forte aderência, mas apresentaram aderências relativamente baixas de 68% e 72%, respectivamente. Na análise de aderência de cada empresa, a que mais aderiu ao fator relacionado ao uso de tecnologia foi a empresa “C” – com 100% - na qual “os investimentos em tecnologia são feitos com base no cálculo de *pay-back* e não pelo fato de que a tecnologia seja glamorosa”, com um índice de adesão médio de 5. Por outro lado, a empresa “D” faz uso intensivo de todas as novas tecnologias em todas as áreas da empresa, o que resultou num índice de adesão de apenas 56%.

O sétimo e último fator mencionado por Collins (2001) e abordado nesta pesquisa diz respeito ao processo de melhoria nas organizações. Com 90%, foi o fator com maior aderência ao padrão explicativo nas empresas americanas. Os entrevistados foram unânimes em relação à afirmação 8.1 de que a empresa preza pela busca de pequenas melhorias todo o tempo e em todos os departamentos, com aderência de 100%, conforme tabela 3. Na empresa “B” o entrevistado destacou que o programa de metas é desenhado de tal forma que incentiva a obtenção de pequenas melhorias continuamente em todos os departamentos. Os entrevistados também mencionaram exemplos de aquisições de empresas com sinergia em relação ao foco. Na empresa “C” existe um programa focado em identificar aquisições que possam agregar novas tecnologias ou novos produtos que apresentem sinergia com o portfólio existente.

Cada um dos responsáveis pelas respostas das cinco empresas foi estimulado a mencionar espontaneamente os fatores que cada um deles apontaria como responsáveis pela excelência e sucesso na valorização em longo prazo de suas empresas. Os fatores mencionados são transcritos a seguir, de forma literal:

Empresa A: “aderência e coerência a aplicação dos valores da companhia; espírito de equipe; redução do número de níveis (de 12 para 5); reorganização em unidades de negócios; foco; respeito às pessoas *accountability* e adequação da mão de obra.”

Empresa B: “Em uma única palavra: planejamento. As pessoas precisam conhecer o negócio que estão tocando.”

Empresa C: “Diversificação; internacionalização e expansão dos negócios.” Neste caso é importante observar que o entrevistado da empresa C usou muitas vezes a palavra diversificação para se referir a um aumento do leque de produtos dentro do foco de atuação da empresa, pois a empresa durante muitos anos, principalmente antes do ponto de transição

identificado nesta pesquisa, operou com um portfólio muito reduzido. Ou seja, não se trata de diversificação de negócios.

Empresa D: “Cultura; foco nos negócios; valores disseminados entre todos os colaboradores; visão de longo prazo e qualidade nos processos”.

Empresa E: “Foco perfeitamente compreendido e apreendido; fidelidade em relação ao mercado (qualidade, performance, preços competitivos); fidelidade em relação aos produtos e aos clientes; não provocar sustos; confiança”.

Todos os fatores foram mencionados de forma espontânea e sempre ao final das entrevistas, momento em que se supõe que o entrevistado pudesse acrescentar as reflexões que fizera por conta da entrevista ao seu próprio conhecimento acerca da empresa e de sua história.

5 CONCLUSÃO

Foram identificadas sete empresas nacionais que atenderam aos parâmetros da pesquisa. Executivos ou ex-executivos, representantes de cinco das sete empresas colaboraram com a pesquisa, respondendo questões sobre os sete fatores identificados na pesquisa *Good to Great*, de Collins (2001). Essas sete empresas desenvolveram e implantaram formulações estratégicas com sucesso, não se alinhando às estatísticas de Kaplan e Norton (2001) segundo as quais 70% das formulações estratégicas concebidas falham no momento da implantação. Mais do que isso, conseguiram manter as empresas com influxo de valor por períodos superiores a 15 anos, que, segundo Slywotzky (1997), significa que desenvolveram um modelo de negócio com uma concepção mais alinhada com as expectativas dos consumidores, criando junto aos investidores um prognóstico de bons resultados futuros, que só foi possível graças à boa orientação das decisões de seus administradores, segundo a teoria de Copeland; Koller e Murrin (2002) e à manutenção dos bons fundamentos de seus ativos, segundo Hipótese dos Mercados Eficientes (FAMA, 1998).

A pesquisa identificou que, de uma forma geral, nas empresas brasileiras com excelência de desempenho no longo prazo houve grande aderência – média de 84% - aos fatores de sucesso identificados por Collins (2001) nas empresas americanas. Identificou-se que seis dos sete fatores estudados tiveram aderência entre 80% e 90%, e que quatro tiveram aderência entre 86% e 90%. Na análise individual por empresa, observou-se que as empresas “C”, “B” e “E” apresentaram maior aderência aos fatores estudados, variando entre 90% e 92%, enquanto a empresa “A” ficou com 78%, e a “D” com 70%. Os sete fatores pesquisados e os índices de aderência em ordem decrescente são: processo de melhoria contínua (90%), atitude frente aos problemas (86%), foco estratégico (86%), disciplina (86%), liderança (82%), equipe (80%) e tecnologia (78%). Deve-se destacar que mesmo o fator com menor aderência – o uso da tecnologia – ainda caracteriza-se por aderência que pode ser considerada bastante elevada. Conclui-se que os fatores que explicam a excelência de empresas americanas e brasileira e elevado desempenho no longo prazo – que foram explorados ao longo do artigo - podem servir como referência para empresas que busquem semelhante trajetória de valorização.

Uma limitação desta pesquisa se refere ao período de base de comparação para o período de valorização sustentada, que foi de apenas quatro anos, em função da instabilidade da economia brasileira nos anos anteriores ao período estudado.

Esta pesquisa contribui para identificar que os fatores que explicam a excelência da gestão e do desempenho em empresas americanas também estão fortemente presentes nas empresas brasileiras com semelhante valorização sustentada. Adicionalmente reforçou a proposta de utilização do valor de mercado como indicador de desempenho sintético, válido

para a melhor compreensão dos fatores de competitividade estratégica presentes nas empresas brasileiras no longo prazo. Os resultados sugerem possíveis caminhos para a melhoria do desempenho das empresas em geral.

REFERÊNCIAS

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas**. 8 Ed. McGraw Hill Brasil, 2008.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, C. L.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**; tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara, José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo, Atlas, 2001.

COLLINS, Jim. **Good to great: Why some companies make the leap... and others don't**. New York, HarperCollins, 2001.

COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. Pearson Makron Books, 2002.

ECONOMÁTICA. **Home Page**. Disponível em: <<http://www.economica.com>>. Acesso em: 04 maio 2013.

FAMA, Eugene F. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. **Journal of financial economics**, v. 49, n. 3, p. 283-306, 1998.

FISHER, Irving. **Theory of interest: as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it**. New York. The Macmillan Company, 1930.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. - 6. ed. - São Paulo, Atlas; 2008.

HITT, M. **Administração Estratégica**. São Paulo, Thompson, 2005.

KAPLAN, Robert S.; NORTON, David P. **Organização orientada para a estratégia: como as empresas que adotam o balanced scorecard prosperam no novo ambiente de negócios**. Campus, 2001.

SANVICENTE, A.Z. **Administração Financeira**. São Paulo: Editora Atlas, 1977.

SLYWOTZKY, A. **Migração de Valor**. Campus, Rio de Janeiro, 1997.