



DIRECIONADORES DE VALOR: MEDINDO O IMENSURÁVEL

Francisco Roberto Farias Guimarães Júnior (UFC)
roberttojr@gmail.com

Samuel Façanha Câmara (UECE)
sfcamara@ig.com.br

Maxweel Veras Rodrigues (UFC)
maxweel@terra.com.br

Luciana Gondim de Almeida Guimarães (UFC)
lugondim@gmail.com

Breno Barros Telles do Carmo (UFC)
brenotelles@hotmail.com

Conhecer o mecanismo de avaliação de empresas é um requisito indispensável para as empresas e, um dos aspectos mais importantes nestes mecanismos, é o processo de geração de valor por meio de direcionadores. Assim, o presente trabalho teve como objetivo identificar e mensurar o grau de importância das variáveis que impulsionam e adicionam valor às empresas cearenses de software. A metodologia da pesquisa foi do tipo bibliográfica e survey, por meio de um questionário semi-estruturado, com objetivo exploratório. O universo desta pesquisa foram gestores das empresas de software e especialistas da área de Tecnologia da Informação, totalizando em 156 observações válidas. Para o tratamento dos dados, utilizou-se a técnica de análise fatorial. Dentre os resultados do estudo, os respondentes atribuíram alta relação positiva com a geração de valor aos direcionadores não-financeiros e, uma combinação de direcionadores financeiros e não-financeiros, faz-se necessária para explicar o potencial dessa agregação de valor. Com relação aos direcionadores, estes sintetizam dois grandes grupos: Governança Corporativa e Gestão de Pessoas, indicando que a criação de valor é consequência das políticas da companhia. Para estudos futuros, sugere-se aplicar o mesmo estudo aos outros estados brasileiros para identificar a influência dos diversos direcionadores em cada Estado e em cada Região.

Palavras-chaves: Direcionadores de Valor. Value Drivers. Valor de empresa. Valuation.

1. Introdução

Para qualquer um envolvido em finanças empresariais, conhecer o mecanismo de avaliação de empresas é um requisito indispensável, tanto pela importância da avaliação nos processos de fusões, aquisições e privatizações, quanto pelo fato de que este conhecimento ajuda a perceber se a empresa está criando ou perdendo valor.

A avaliação ou valoração (*valuation*) de empresas tem sido objeto de diversas correntes de pesquisa, que buscam conceber modelos que ofereçam às negociações empresariais uma avaliação justa de quanto vale uma empresa e quanto se deve pagar pelos resultados esperados da empresa, considerando o risco a ser assumido pelo comprador. Assim, o objetivo de uma avaliação é estimar o valor justo de mercado de uma empresa.

Os diversos autores da área, tais como Assaf Neto, Carvalho, Damodaran, Falcini, Martelanc, Pasin e Cavalcante, Neves, Sanvicente e outros (GUIMARÃES JR., 2007, p. 17), indicam que há uma variedade de métodos para avaliar empresas. Os métodos variam de acordo com propósito da avaliação e as características específicas da empresa a ser avaliada.

Entretanto, verifica-se que alguns métodos têm sido utilizados com maior frequência pelos avaliadores, na busca do valor da empresa e de seus ativos e, a escolha por um ou mais métodos para valorar uma empresa, deve levar em consideração o propósito da avaliação e as características próprias do empreendimento, pois estes buscam atender diferentes premissas que resultam em números distintos. Os métodos de avaliação de empresas podem ser classificados em seis grupos, apresentados no Quadro 1 (GUIMARÃES JR., 2007, p. 19).

Baseados no balanço patrimonial	Baseados na demonstração de resultados	Misto (<i>Goodwill</i>)	Fluxo de caixa descontado	Criação de valor	Opções
Valor Contábil	Modelo do Valor dos Lucros	Modelo Clássico	Fluxo de Caixa Livre	<i>Economic Value Added</i> EVA®	<i>Black and Scholes</i>
	Modelo do Lucro por Ação	Modelo Simplificado da União Européia			Opções de Investimentos
Valor Contábil Ajustado	Modelo do Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Modelo dos Peritos Contábeis Europeus	<i>Equity Cash Flow</i>	<i>Cash Flow Return on Investment</i> CFROI	Expansão de Projeto
	Modelo do Valor dos Dividendos	Métodos Indiretos			Adiantamento de Investimentos
Valor de Liquidação	Modelo dos Múltiplos de Vendas	Compra de Lucros Anuais	<i>Capital Cash Flow</i>	<i>Market Value Added</i> MVA®	
	Outros Modelos de Múltiplos	Taxa de Risco Relativo e de Risco Livre			Outros Modelos

Fonte: Guimarães Jr. (2007, p.19).

Quadro 1 – Métodos de avaliação de empresas

Porém, existem limitações decorrentes da utilização destas medidas financeiras e, as tentativas de se incorporar medidas não-financeiras, tem promovido a criação de coleções de medidas. Schmidt e Santos (2002, p. 9) afirmam que “existe, atualmente, uma preocupação cada vez maior por parte de estudiosos e investidores do mundo inteiro sobre a lacuna existente entre o

valor econômico da entidade e seu valor contábil”. No contexto de sua obra, Schmidt e Santos (2002) apresentam aspectos relevantes dos ativos intangíveis, também conhecidos como fatores subjetivos, que interferem no valor das corporações.

Krauter, Basso e Kimura (2004) denominam estes fatores subjetivos, que têm impactos nos resultados em termos de criação ou destruição de valor, de direcionadores de valor e, afirmam ainda, que os gestores devem atuar sobre esses direcionadores financeiros e não-financeiros de criação de valor para tomar decisões operacionais, financeiras e de investimento.

Diante deste contexto e baseado nestas limitações decorrentes da utilização de medidas contábeis e financeiras e na necessidade de que toda empresa deve conhecer não só o seu valor, mas o que de fato o gera, o presente estudo tem como objetivo identificar, mensurar o grau de importância e ordenar, as variáveis que impulsionam e adicionam valor às empresas de *software*, na visão de especialistas e gestores da área.

2. Direcionadores de valor (*value drivers*)

Caselani e Caselani (2006) apontam o valor – e não o lucro ou qualquer outra medida derivada – como a melhor medida de desempenho de uma empresa. Durante muito tempo, as empresas adotaram as regras tradicionais de contabilidade como critério de apuração do resultado econômico. No entanto, a existência de lucro não garante a remuneração do capital aplicado. Além disso, os critérios contábeis não levam em conta o valor de mercado de ativos e passivos e também não admitem ganhos ou perdas não realizadas do ponto de vista contábil. A idéia de geração de valor resulta de uma visão de longo prazo, vinculada à sustentabilidade do empreendimento.

De acordo com a abordagem do valor para o acionista, uma empresa é considerada geradora de valor quando é capaz de oferecer aos investidores uma remuneração que supere as expectativas mínimas de ganhos desejadas (KRAUTER; BASSO; KIMURA, 2004). Esta é uma filosofia de gestão da qual derivam várias metodologias criadas para identificar o que cria e o que destrói valor dentro da empresa. A essência da abordagem de valor ao acionista é a mesma para todos, ou seja, o principal indicador de agregação de riqueza é a criação de valor econômico, através do uso eficiente de estratégias financeiras e capacidades que diferenciem uma companhia de seus concorrentes (CASELANI; CASELANI, 2006).

Após o estabelecimento da estratégia percebe-se a necessidade de alocação dos recursos humanos, intelectuais e financeiros. Para isso, Caselani e Caselani (2006) sugerem a utilização dos *value drivers*, para analisar a alocação dos recursos. Assim, um *value driver* pode ser qualquer variável que exerça influência sobre o valor da empresa.

Desta maneira, os *value drivers* (direcionadores de valor) são medidas pró-ativas sobre as quais as empresas podem atuar para antecipar resultados, com o objetivo de criar valor para os acionistas. Rappaport (2001 *apud* CASELANI; CASELANI, 2006) refere-se aos direcionadores de valor como sendo parâmetros básicos de avaliação. Estes direcionadores podem ser de dois tipos: financeiros e não-financeiros. Os financeiros são de caráter histórico que avaliam o desempenho depois de o fato ter ocorrido. Por isso, são considerados indicadores de ocorrência (*lagging indicators*).

Contudo, as empresas necessitam de indicadores com a capacidade de prever a criação de valor e que indiquem o valor que está sendo criado ou destruído, antes dos fatos ocorrerem. Tais indicadores são conhecidos como indicadores de tendência (*leading indicators*), ou indicadores não-financeiros (KRAUTER; BASSO; KIMURA, 2004).

Segundo Ittner, Larcker e Rajan (1997), somente a utilização de medidas financeiras para avaliar desempenho, não é suficiente para motivar administradores a agir de acordo com os interesses dos proprietários. Young e O'Byrne (2001 *apud* GUIMARÃES JR., 2007), com base nesse trabalho de Ittner, Larcker e Rajan (1997), apresentam os seguintes indicadores não-financeiros: satisfação do cliente; objetivos estratégicos não-financeiros; qualidade do produto ou serviço; segurança do empregado; produtividade; participação de mercado; satisfação do empregado; treinamento do empregado; inovação; direção estratégica; *marketing*; satisfação do cliente; inovação; qualidade; produtividade; desempenho; desenvolvimento de funcionários e responsabilidade social.

De forma geral, os direcionadores não-financeiros estão associados à eficiência operacional da empresa e são necessários para complementar as informações financeiras. As informações não-financeiras vêm promovendo significativas alterações na forma como as empresas determinam e avaliam seus resultados. Contudo, uma dificuldade dos direcionadores não-financeiros é sua difícil mensuração (CASELANI; CASELANI, 2006).

3. Metodologia da Pesquisa

A metodologia desta pesquisa foi uma pesquisa do tipo bibliográfica e *survey*, com objetivo exploratório, isto é, fez-se um aprofundamento da compreensão e embasamento teórico do problema a partir de referenciais teóricos já publicados seguindo de pesquisa de campo para obtenção de informações com a intenção de proporcionar uma visão geral do objeto de estudo, identificando os direcionadores de valor e o seu grau de importância para as empresas de *software*, a partir dos principais *constructos* apontados pela literatura (RAUPP; BEUREN, 2003).

O universo desta pesquisa foi composto pelos gestores das empresas de *software* e especialistas da área de Tecnologia da Informação (TI) no Estado do Ceará, totalizando em 156 observações válidas, pois, como ensinam Hair Jr. *et al* (2005) e Mingoti (2005) o tamanho da amostra deve ser no mínimo, igual ao número de variáveis mais um, para que a matriz de correlação das variáveis em estudo seja uma matriz positiva definida. A amostra foi por conveniência e os elementos foram selecionados de acordo com sua acessibilidade e disponibilidade para o estudo (GUIMARÃES JR., 2007, p. 45).

Como instrumento de coleta de dados, utilizou-se um questionário semi-estruturado, contendo uma pergunta aberta e uma lista de direcionadores de valor, elaborado em duas fases. Na primeira fase, de qualificação, identificaram-se nos trabalhos de Almeida (1999), Krauter, Basso e Kimura (2004) e Pace e Basso (2002), os principais direcionadores de valor de empresas, seguindo de adaptação destes às empresas de *softwares* por meio de entrevistas com o coordenador do núcleo da Sociedade Brasileira para Promoção da Exportação de Software (SOFTEX) do Estado do Ceará. Na segunda fase foi realizado um pré-teste em um grupo de 10 respondentes, composto de: 5 especialistas da área; 2 professores de curso de graduação e 2 professores de curso pós-graduação *stricto sensu* ligados à área de TI; e 1 empresário do setor, onde se verificou tanto dificuldade de compreensão das questões, quanto à adaptação dos direcionadores existentes no questionário com as empresas de TI. O objetivo desta etapa foi construir um questionário que abrangesse o máximo de direcionadores de valor existentes em uma empresa do setor de *software*.

Para o tratamento do problema, esta pesquisa utilizou a abordagem quantitativa, utilizando a análise fatorial como técnica para identificar e mensurar os principais direcionadores de valor e seus graus de importância para as empresas de *software* (HAIR JR. *et al* 2005).

4. Análise dos dados e interpretação dos resultados

A análise inicia-se com a realização do teste de esfericidade de *Bartlett*, que é uma estatística usada para examinar a hipótese H_0 de que as variáveis não sejam correlacionadas e com o cálculo da medida de adequacidade de *Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)*, para avaliar a adequacidade da análise fatorial (GUIMARÃES JR., 2007, p. 49). A Tabela 1 apresenta os resultados dessas estatísticas.

KMO e teste de esfericidade de Bartlett		
Medida de adequacidade de Kaiser-Meyer-Olkin		0,675
Teste de esfericidade de Bartlett	Qui-quadrado	588,242
	Grau de liberdade	1431
	Significância	$1,42 \times 10^{-07}$

Fonte: Cálculo dos autores.

Tabela 1 – Medida de adequacidade e teste de esfericidade

Através destes resultados, verifica-se que a análise fatorial feita é adequada e confiável, pois o valor da estatística $KMO = 0,675 (> 0,5)$ e a significância do teste de esfericidade é igual a $1,42 \times 10^{-7} (< 0,05)$, o que rejeita H_0 . Confirmada a adequacidade e a significância da análise, segue-se para a mensuração do grau de importância dos direcionadores de valor (HAIR JR. *et al*, 2005).

Antes de mensurar e ordenar em grau de importância os direcionadores de valor, houve-se a necessidade de extrair os fatores e verificar os seus autovalores individuais. Como o autovalor do primeiro fator apresenta um percentual de variância total explicada 3,36 vezes maior que o percentual da variância explicada pelo segundo fator e 4,32 vezes maior que o percentual da variância explicada pelo terceiro fator, ao ordenar os graus de importância de cada direcionador pertencente ao primeiro fator, ordenam-se os direcionadores objeto desta pesquisa. Assim, calcularam-se as cargas fatoriais (autovetores) de cada variável em cada um dos fatores extraídos e ordenaram-se, decrescentemente, em termos de valores de cargas, as variáveis do primeiro fator (primeira componente), apresentados na Tabela 2.

Vale ressaltar, que os critérios de extração dos fatores descritos por Hair Jr *et al* (2005) e Mingoti (2005) levam em consideração apenas a grandeza numérica dos autovalores. Uma escolha adequada da quantidade de componentes (fatores) a serem extraídas deve levar em consideração, tanto a interpretação dos fatores, identificando as variáveis mais importantes de cada fator, quanto o princípio da parcimônia onde um modelo representativo é o mais simples possível no que se refere ao espectro de variáveis relevantes para a explicação do fenômeno.

Analisando Tabela 3, verifica-se que 12 dos 20 primeiros direcionadores, são relativos à gestão de pessoas e governança da empresa. Este resultado está em concordância com pesquisas já realizadas, as quais afirmam que a satisfação no trabalho é fundamental para atingir ou facilitar a obtenção de valores, pois esta pode ser definida como o estado emocional que traz prazer e que é resultante da apreciação do trabalho de alguém (LOCKE, 1969).

De acordo com Möller (1999), quando os provedores de serviços sentem-se bem tratados, eles tratam melhor os recebedores dos seus serviços. Assim, compreender a importância de se criar condições para que os funcionários participem efetivamente do seu trabalho, tendo orgulho, se comprometam com o trabalho e lutem pelo futuro da empresa, é uma estratégia fundamental para se alcançar o sucesso (LAS CASAS, 1997).

A satisfação do funcionário é fundamental no setor de *software*, pois assegura que os funcionários irão tratar os clientes de forma respeitosa, uma vez que funcionários infelizes, frustrados e divergentes, são visíveis para os clientes e afetam de forma nociva as percepções dos clientes sobre a qualidade do serviço prestado e a satisfação do cliente com este serviço.

Castelli (1998) ensina que é preciso manter os funcionários informados e bem treinados, já que eles são os responsáveis pelo processo de atender os desejos e necessidades dos clientes com serviços que os encantem. Segundo Gueiros e Oliveira (2004), já não se pode pensar mais em melhoria da qualidade em serviços e satisfação de clientes sem envolver aspectos como o desenvolvimento de competências, gestão do conhecimento e outros aspectos ligados à área de Gestão de Pessoas e Governança Corporativa.

Direcionadores de Valor	Grau de Importância	Direcionadores de Valor	Grau de Importância
Participação dos Funcionários nos Lucros e Resultados	0,676	Gestão dos Projetos	0,178
Igualdade de Oportunidades na Carreira	0,669	Maior Número de Novos Produtos	0,166
Menos Reclamações no Suporte Técnico	0,640	Maior Idade da Planta e Equipamentos	0,151
Comportamento Ético dos Administradores	0,636	Mais Treinamento dos Funcionários	0,147
Mais Participação de Mercado	0,630	Maior Envolvimento c/ a Comunidade	0,140
Menor Tempo de Desenv. de Produtos	0,627	Diversificação de Clientes	0,136
Desenv. de Empregos/Empregados	0,607	Maior % de Clientes Fidelizados	0,118
Experiência/Reputação dos Administradores	0,595	Entregas Pontuais	0,113
Menos Reclamações de Clientes	0,584	Proteção contra importação	0,109
Maior % de Candidatos a Vagas em Concorrentes Recrutados pela Empresa	0,454	Percepção da Marca	0,109
Descentr. do Controle da Empresa	0,433	Menor Tempo entre Pedido e Entrega	0,084
Menor Taxa de Quantidade de Falhas	0,391	Financiamento de Longo Prazo	0,076
Continuidade de Gestão	0,370	Melhor Gestão do Fluxo de Caixa	0,073
Participação dos Funcion. na Gestão	0,368	Menor Tempo de Ciclo de Fabricação	0,069
Maior Nível de Titulação dos Empregados	0,351	Maior % de Vendas de Novos Produtos	0,062
Oportunidades no Governo	0,348	Mais Gastos com P&D	0,056
Política de Benefícios para os Funcionários	0,322	Disputas Judiciais com Clientes	0,053
Mais Investimento de Capital	0,301	Menores Custos Operacionais / Empregado	0,041
Alianças Estratégicas	0,300	Clientes que Melhoram a Imagem	0,038
Mais Pesquisa de Mercado	0,290	Maior Retorno s/ Vendas	0,018
Maior % de Clientes Prospectados que Concretizam Operações	0,269	Maior % de Vendas Repetidas	0,010
Mais Vendas por Funcionários	0,259	Disputas Judiciais Trabalhistas	0,001
Maior Quantidade de Vendas	0,225	Diversificação de Produtos	-0,019
Financiamento para Capital de Giro	0,212	Maior Rotatividade de Funcionários	-0,051
Maior Capacidade de Customização	0,205	Financiamentos não reembolsáveis	-0,061
Parcerias com ICT's	0,204	Financ. por meio de Capital de	-0,081

Menor Tempo de Resposta dos Serviços	0,179	Risco Maior Quantidade de Contas a Receber/Vendas	-0,124
--------------------------------------	-------	--	--------

Fonte: Cálculo dos autores.

Tabela 2 – Grau de importância dos direcionadores de valor

5. Considerações Finais

No processo de criação de valor de uma empresa, um dos aspectos mais importantes é a identificação dos direcionadores de valor. Sendo assim, este estudo buscou identificar, dentre um conjunto de direcionadores, aqueles que impactam o potencial de geração de valor das pequenas e médias empresas de *software* no Estado do Ceará. Para tanto, foram utilizados direcionadores financeiros e não-financeiros.

Dentre os principais resultados do estudo, tem-se que os respondentes atribuíram alta relação positiva com a geração de valor aos direcionadores não-financeiros, como qualidade do produto, satisfação dos funcionários, eficiência dos processos ou comportamento ético dos administradores. Já os direcionadores que representam captação de recursos, mesmo os não-reembolsáveis, apresentaram baixo grau de importância.

Contudo é importante notar que a inclusão de variáveis financeiras é fundamental para a melhoria dos resultados dos modelos (destaque para os indicadores maior quantidade de contas a receber/vendas; mais investimento de capital; maior retorno s/ vendas). Assim, pode-se concluir que a combinação de indicadores financeiros e não-financeiros faz-se necessária para explicar o potencial de agregação de valor por parte das empresas, o que apóia a opinião de Amir e Lev (1996) sobre a complementação entre as medidas financeiras e não-financeiras.

Confrontando pesquisas realizadas, os resultados empíricos deste estudo sinalizaram uma relação entre qualidade dos produtos e agregação de valor distinta daquela encontrada por Dempsey *et al* (1997) e Pace (2002). Enquanto esses autores apontaram qualidade do produto como um indicador não-financeiro de menor importância, os resultados do presente estudo evidenciaram exatamente o contrário. Vale ressaltar, que, tanto Dempsey *et al* (1997), quanto Pace (2002), realizaram suas pesquisas baseadas na visão do cliente, enquanto que esta foi realizada baseada na visão de especialistas em TI e gestores de empresas de *software*.

Voltando-se aos resultados, pode-se afirmar que os direcionadores sintetizam dois grandes grupos de direcionadores de valor: Governança Corporativa e Gestão de Pessoas. Governança Corporativa são práticas que alinham os interesses das diferentes partes de uma organização, com a finalidade de aumentar o valor da empresa, além de viabilizar seu acesso ao capital de forma a ganhar ou manter-se no mercado. Toda a discussão sobre Governança Corporativa parte da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas.

Este estudo corroborou os resultados encontrados de Silveira, Barros e Fama (2005), cujo objetivo principal da pesquisa foi investigar a influência da qualidade da Governança Corporativa, mensurada por um índice de governança amplo, sobre o valor de mercado das companhias abertas brasileiras que, por sua vez, apresentam resultados compatíveis com os reportados por outros autores (BAI *et al*, 2003; BEINER *et al*, 2004; BLACK, 2001; BLACK *et al*, 2004; BROWN; CAYLOR, 2004; DURNEV; KIM, 2003 *and* SILVEIRA; BARROS; FAMA, 2005), que também utilizaram índices amplos de governança e encontraram uma relação positiva e significativa entre qualidade da governança corporativa e valor das empresas.

No grupo Gestão de Pessoas, de acordo com os resultados destas análises, pode-se dizer que a geração de valor é consequência de uma série de ações da empresa como dar suporte técnico e pessoal necessários para a execução dos produtos e transmitir credibilidade através de políticas de recursos humanos que valorizem seu pessoal, de acordo com os direcionadores: participação dos funcionários nos lucros e resultados, igualdade de oportunidades na carreira do funcionário e desenvolvimento de empregos/empregados.

Mesmo não comprovando estatisticamente a relação de um cliente satisfeito e um funcionário satisfeito, os dados obtidos nestas análises podem afirmar, inicialmente, que existe um efeito espelho entre a satisfação do cliente e a satisfação do funcionário, ainda que uma relação de causa e efeito não tenha sido comprovada, quantitativamente.

Assim, as empresas de *softwares* devem adotar práticas inovadoras de gestão de pessoas, diferentes das práticas tradicionais. Segundo Ichniowsky *et al* (1996 *apud* GUIMARÃES JR., 2007), práticas inovadoras se diferenciam de práticas tradicionais de gestão de pessoas porque buscam maior grau de flexibilidade na organização do trabalho, maior cooperação entre os trabalhadores e a gerência, e maior participação do trabalhador nas decisões e no bem-estar financeiro da empresa.

Prosseguindo, tais autores postulam que as teorias sobre práticas inovadoras as relacionam com melhorias de produtividade, pois estimulam os trabalhadores a se dedicar mais intensamente ao trabalho e a compartilhar mais suas idéias. Além disso, práticas podem tornar a estrutura da empresa mais eficiente, a despeito de qualquer efeito que possam gerar sobre a motivação dos trabalhadores. Então, as companhias que adotam essas práticas propendem a desfrutar maior produtividade e qualidade, reduzir seus custos e aumentar a demanda pelos seus produtos. Em última análise, a melhoria dos resultados das empresas adotantes dessas práticas inovadoras se reflete em melhor lucratividade, melhor retorno sobre o ativo, melhor retorno sobre o investimento, pelo menos no longo prazo, afetando positivamente o seu valor econômico agregado.

Este estudo apresentou algumas limitações. Uma delas refere-se à amostra que, devido ao seu tamanho reduzido, não permitiu analisar os dados nos estratos “gestores” e “especialistas” separadamente. O tamanho reduzido da amostra é fruto da dificuldade de obtenção de dados primários no setor de *software* cearense. Outra limitação consequente do tamanho da amostra foi a impossibilidade da verificação, por meio de análise discriminante, de diferença nas respostas dos grupos: gestores *versus* especialistas. Contudo, a existência de tais limitações não invalida os resultados encontrados. As limitações que este estudo encontrou dão origem a sugestões para estudos futuros. À medida que for possível coletar um volume maior de dados primários, haverá a possibilidade de ampliar o escopo do trabalho. Uma das sugestões é aplicar o mesmo estudo para os outros estados brasileiros. Assim, será possível identificar a influência dos diversos direcionadores em cada estado e em cada região do Brasil. Outra sugestão para estudo é comparar, entre os diversos setores de atividade, o comportamento dos principais indicadores financeiros e não-financeiros.

Referências

ALMEIDA, R. J. *Influência dos direcionadores de valor sobre o índice de avaliação relativa de empresas ve/lajida: um estudo sobre as ações das empresas do setor de telecomunicações.* In: IV SemeAd. São Paulo: Anais..., 1999.

AMIR, E. & LEV, B. *Value relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry.* Journal of accounting and economics, v.22, p.3-30, 1996.

- CASELANI, D. M. C. & CASELANI, C. N.** *Direcionadores financeiros e não financeiros: impactos na geração de valor.* In: 30º Encontro da ANPAD. Salvador: Anais..., 2006.
- CASTELLI, G.** *Excelência em Hotelaria: uma abordagem prática.* Rio de Janeiro: Qualitymark, 1998.
- DEMPSEY, S. J.; GATTI, J. F.; GRINNELL, D. J. & CATS-BARIL, W. L.** *The use of strategic performance variables as leading indicators in financial analysts' forecasts.* Journal of financial statement analysis, v. 2, p. 61-80, 1997.
- GUEIROS, M. G. & OLIVEIRA, L. M. B.** *Clientes Internos Satisfeitos com as Práticas de RH Conduzem à Satisfação dos Clientes Externos? Um Estudo no Setor Hoteleiro.* In: 28º Encontro da ANPAD. Curitiba: Anais..., 2004.
- GUIMARÃES JR, F. R. F.** *Identificação e mensuração do grau de importância dos direcionadores de valor das pequenas e médias empresas de software no Estado do Ceará.* 2007. 87f. Dissertação de Mestrado, UECE, Curso de Mestrado Acadêmico em Administração. Fortaleza: UECE, 2007.
- HAIR JR., J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. & BLACK, W. C.** *Análise multivariada de dados.* 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- ITTNER, C. D.; LARCKER, D. F. & RAJAN, M. V.** *The choice of performance measures in annual bonus contracts.* The Accounting Review. v.72, n2, 1997.
- KRAUTER, E.; BASSO, L. F. C. & KIMURA, H.** *The relationship between profit-sharing/gain-sharing plans, productivity and economic value added.* Journal of Academy of Business and Economics, 2004.
- LAS CASAS.** *Marketing de Serviços.* São Paulo: Atlas, 1997.
- LOCKE, E. A.** *What is Job Satisfaction?* Organizational Behavior and Human Performance, 1969.
- MINGOTI, S. A.** *Análise de dados através de métodos de estatística multivariada: uma abordagem aplicada.* Belo Horizonte: UFMG, 2005.
- MÖLLER, C.** *O lado humano da qualidade: maximizando a qualidade de produtos e serviços através do desenvolvimento das pessoas.* 12. ed. São Paulo: Pioneira, 1999.
- PACE, E. S. U.** *O uso de medidas estratégicas de desempenho como indicadores de tendência nas projeções dos analistas financeiros.* 2002. 176 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2002.
- PACE, E. S. U. & BASSO, L. F. C.** *Indicadores de Desempenho como Direcionadores de Valor.* In: IX Congresso COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro. Anais..., 2002.
- RAUPP, F. M. & BEUREN, I. M.** *Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais.* In: **BEUREN, I. M. (org)** *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática.* São Paulo: Atlas, 2003.
- SCHMIDT, P. & SANTOS, J. L.** *Avaliação de Ativos Intangíveis.* São Paulo: Atlas, 2002.
- SILVEIRA A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. & FAMA R.** *A Qualidade da Governança Corporativa Influencia o Valor das Companhias Abertas no Brasil?* In: 29º Encontro da ANPAD. Brasília: Anais..., 2005.