

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Bruno Bordeaux Rego

***TRADE-OFF* ENTRE CRIAÇÃO DE VALOR E APROPRIAÇÃO DE
VALOR: IMPACTOS FINANCEIROS DA MUDANÇA DA ÊNFASE
ESTRATÉGICA DAS EMPRESAS NO CONTEXTO BRASILEIRO**

Porto Alegre

2009

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Bruno Bordeaux Rego

***TRADE-OFF* ENTRE CRIAÇÃO DE VALOR E APROPRIAÇÃO DE
VALOR: IMPACTOS FINANCEIROS DA MUDANÇA DA ÊNFASE
ESTRATÉGICA DAS EMPRESAS NO CONTEXTO BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado, apresentada ao Programa de Pós Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Bins Luce

Porto Alegre

2009

Bruno Bordeaux Rego

TRADE-OFF ENTRE CRIAÇÃO DE VALOR E APROPRIAÇÃO DE VALOR: IMPACTOS FINANCEIROS DA MUDANÇA DA ÊNFASE ESTRATÉGICA DAS EMPRESAS NO CONTEXTO BRASILEIRO

Conceito Final: _____

Aprovado em ____ de _____ de _____

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Guilherme Liberali Neto – PPGA/UNISINOS

Prof. Dr. João Luiz Becker – PPGA/EA/UFRGS

Prof. Dr. Luiz Antonio Slongo – PPGA/EA/UFRGS

Orientador: Prof. Dr. Fernando Bins Luce – PPGA/EA/UFRGS

AGRADECIMENTOS

A dissertação representa o fim de um processo chamado mestrado que durou cerca de 2 anos. Ninguém vive nem faz um mestrado sozinho. Agradeço muito a todas as pessoas que diretamente ou indiretamente participaram dessa caminhada. Ao personalizar minha gratidão posso estar cometendo algumas injustiças, mas prefiro correr esse risco. Portanto, agradeço:

Ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (PPGA/EA/UFRGS), pela oportunidade que me foi dada gratuitamente e com muita qualidade.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Fernando Bins Luce, pelos aprendizados ímpares, pelo profissionalismo exemplar, pelo apoio irrestrito, pela confiança depositada em mim e pela paciência ao longo dos anos de mestrado.

Aos professores do PPGA/UFRGS que tanto contribuíram para a minha formação. Agradecimento especial aos professores da área de marketing: Prof. Dr. Luiz Antonio Slongo, Prof. Dr. Walter Nique, Prof. Dr. Carlos Alberto Vargas Rossi e Prof. Dra. Cristiane Pizzutti pelos aprendizados e pela compreensão durante este curso de Pós-Graduação.

A minha família, principalmente meus pais, Antonio Carlos e Beatriz, aos meus irmãos Pedro e Fábio e a minha avó Ariete, pelo apoio incondicional em todos os momentos.

Aos meus colegas e amigos do PPGA, pelo convívio e amizade ao longo do curso. Em especial ao Mário César Carvalho e ao Éfrem Maranhão Filho pelos grandes momentos em Greyskull, a Marta Olívia Rovedder (“mana”), a Denise Avancini Alves e a Mellina Terres pelo companheirismo ao longo dessa trajetória.

Aos meus amigos, principalmente localizados em Campinas, São Paulo e Porto Alegre, pela compreensão (na maioria das vezes) nos meus momentos de ausência.

Aos servidores concursados, terceirizados e demais colaboradores da EA/UFRGS, aos funcionários da Universal Cópias, da lanchonete Santo Antonio e do Café Moenda, pelos diferentes momentos e serviços prestados

À empresa MarketData, nas figuras de Fernando Rosolem, Marcelo Sousa, Mariana Panutti, Bianca Pimenta e Marina Vilano, pela oportunidade de trabalho,

pelo apoio e pela compreensão nos momentos de ausência da empresa, permitindo que esta dissertação saísse do papel.

À Arildo Hungarato e Tatiana Benaglia pela ajuda respectivamente na coleta de dados e nas análises estatísticas.

"O que eu ouço, esqueço. O que eu vejo, lembro.
O que eu faço, aprendo."

Kung-Fu-Tze

"Não precisamos de mais dinheiro, não precisamos de mais sucesso ou fama, não precisamos do corpo perfeito, nem mesmo do parceiro perfeito – agora mesmo, neste momento exato, dispomos da mente, que é todo o equipamento básico de que precisamos para alcançar a plena felicidade"

Dalai Lama

RESUMO

As empresas alocam seus recursos escassos entre dois processos fundamentais: de criação de valor (ex. inovando, produzindo e entregando produtos ao mercado) e de apropriação de valor (ex. extraindo lucros do mercado). Embora ambos os processos sejam pré-requisito para a vantagem competitiva sustentável, a empresa possui considerável liberdade para decidir qual processo será enfatizado. Configura-se um *trade-off* estratégico que é representado por uma ênfase estratégica, ou seja, a ênfase relativa que a empresa emprega na apropriação de valor em relação à criação de valor. No entanto, poucas pesquisas exploraram o impacto desse *trade-off* no desempenho financeiro. Quais são os impactos da mudança da ênfase estratégica (criação de valor versus apropriação de valor) no desempenho financeiro das empresas no contexto brasileiro? Uma métrica de ênfase estratégica baseada nos gastos em P&D (criação de valor) e nos gastos de Marketing (apropriação de valor) foi testada e validada no contexto brasileiro. Em seguida, analisou-se o impacto financeiro deste *trade-off* por meio de cinco indicadores de desempenho (Retorno da Ação, Giro do Ativo, Margem Líquida, *q de Tobin* e Crescimento de Vendas) por meio de regressões múltiplas. Adicionalmente o *trade-off* foi investigado segundo três fatores: o ambiente tecnológico, a rentabilidade prévia e a estratégia do passado. A ênfase estratégica foi validada como indicador que mensura o *trade-off* entre criação de valor (*exploration*) e apropriação de valor (*exploitation*) no contexto brasileiro. Quando a empresa enfatiza mais a apropriação de valor relativamente à criação de valor, maior é o Giro do Ativo e o Crescimento das Vendas. Esses resultados podem ser fruto da administração míope de marketing, ou seja, a ênfase excessiva nos resultados de curto prazo por meio da redução dos investimentos em marketing. Isso não minimiza a relevância do processo de criação de valor, mas evidencia a importância dos mecanismos de isolamento na apropriação de parte do valor criado. Duas características da empresa se revelaram como moderadoras da relação entre a ênfase estratégica e o desempenho financeiro: a estratégia passada e a rentabilidade anterior. A estratégia anterior influencia a ênfase estratégica por meio dos retornos marginais decrescentes. As empresas que mudam sua ênfase estratégica anterior, seja criação de valor ou apropriação de valor, tendem a apresentar retornos superiores (maiores Margem Líquida, Giro do Ativo, Crescimento de Vendas e *q de Tobin*). Também se identificou que a rentabilidade anterior influencia a estratégia atual da empresa. Se a empresa foi lucrativa, a apropriação de valor é mantida para garantir uma Margem Líquida e um *q de Tobin* maiores. Por outro lado, as empresas com prejuízo se voltam à criação de valor para fomentar novas oportunidades de ganhos. Por fim, apresentam-se as limitações do estudo com a agenda de pesquisas futuras.

Palavras-chave: Marketing; Métricas de Marketing; *Trade-off*; Apropriação de valor; Criação de Valor; *Exploration*; *Exploitation*; Ênfase Estratégica

ABSTRACT

Firms allocate their limited resources between two fundamental processes of creating value (i.e., innovating, producing, and delivering products to the market) and appropriating value (i.e., extracting profits in the marketplace). Although both value creation and value appropriation are required for achieving sustained competitive advantage, a firm has significant latitude in deciding the extent to which it emphasizes one process over the other. There is a strategic trade-off represented by the strategic emphasis: the relative emphasis a firm places on value appropriation relative to value creation. However, few researches have explored the financial impact of this trade-off. What impact does strategic emphasis shift (i.e., emphasis on value creation versus value appropriation) have on firm's financial performance in the Brazilian context? A strategic emphasis metric based on the R&D spending (value creation) and on marketing spending (value appropriation) was tested and validated in the Brazilian context. Then, the financial impact of this trade-off was analyzed by five performance metrics (Stock Return, Asset Turnover, Net Margin, Tobin's Q and Sales Growth) by multiple regressions. In addition, the trade-off was investigated according three factors: technological environment, previous profitability and past strategy. The strategic emphasis was validated as a metric that measures the trade-off among value creation (exploration) and value appropriation (exploitation) in the Brazilian context. When the firm emphasizes more in value appropriation than the value creation, the Asset Turnover and the Sales Growth are higher. These results may occur because of the myopic marketing management, in other words, an overemphasis on the current term financial performance and the use of marketing tools to inflate current profitability measures. This doesn't understate the relevance of the value creation process, but rather highlight the importance of the isolating mechanisms in the appropriation of the part of the value created. Two firm's characteristics moderate the relation of strategic emphasis and financial performance: the past strategy and the previous profitability. The past strategy affects the strategic emphasis by the diminishing marginal returns. Firms that change their strategic emphasis (value creation or value appropriation), tend to present superior return (higher Net Margin, Asset Turnover, Sales Growth and Tobin's Q). Also the previous profitability influences the current firm's strategy. If the firm was profitable, the value appropriation is maintained to guarantee higher Net Margin and Tobin's Q. On the other hand, the firms with negative profitability turn to value creation to promote new opportunities of gains. Finally, research limitations and future research agenda is presented.

Key Words: Marketing; Marketing Metrics; Trade-off; Value Appropriation; Value Creation; Exploration; Exploitation; Strategic Emphasis

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Esquema da estratégia corporativa e da vantagem competitiva sustentável	
.....	26
Figura 2- Passo a passo Coleta de Gastos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D)	
.....	58

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Capabilidades <i>Exploitation</i> e <i>Exploration</i> como Ortogonais.....	27
Gráfico 2- Capabilidades <i>Exploitation</i> e <i>Exploration</i> como dois extremos de um Continuum	28
Gráfico 3- Indicador de Ênfase Estratégica para Corporação Intel entre 1982 a 1998	37
Gráfico 4 – Perfil da Amostra por fonte dos dados P&D	61
Gráfico 5 - Quantidade de Empresas com Ênfase Estratégica – 1996 a 2007	65
Gráfico 6 – Perfil da Amostra por Segmento de Atuação na Economia	72
Gráfico 7 – Perfil da Amostra por Segmento de Intensidade Tecnológica	73
Gráfico 8 - Dispersão entre Retorno da Ação e Ênfase Estratégica para cada ano..	80
Gráfico 9 - Dispersão entre Giro do Ativo e Ênfase Estratégica para cada ano.....	83
Gráfico 10- Dispersão entre Margem Líquida e Variação Ênfase Estratégica para cada ano.....	85
Gráfico 11 - Dispersão entre q de Tobin e Ênfase Estratégica para cada ano.....	87
Gráfico 12 - Dispersão entre Crescimento de Vendas e Variação Ênfase Estratégica para cada ano.	89
Gráfico 13 – Média da Ênfase Estratégica por Setor Tecnológico de 1996 a 2007 ..	94
Gráfico 14- Indicador de Ênfase Estratégica para Embraer S.A. e Indústrias Arteb S.A. entre 1997 e 2007	108

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Classificação por Setor de Intensidade Tecnológica.....	52
Quadro 2 - Classificação por Setor de Intensidade Tecnológica.....	52
Quadro 3 - Fonte dos dados financeiros e contábeis	57
Quadro 4 – Valores atípicos da amostra	66

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Resultados obtidos pela coleta de dados por meio da área de Relações com os Investidores	60
Tabela 2 – Análise de Valores Omissos (<i>Missing Value</i>) por variável de 1996 a 2007	65
Tabela 3 - Análise Descritiva das variáveis dependentes e independentes.....	74
Tabela 4 - Correlação de Pearson – Variáveis Independentes vs. Independentes ...	75
Tabela 5: Correlação de Pearson – Variáveis Dependentes vs. Independentes.....	76
Tabela 6 – Resultados Regressão <i>Panel Data</i>	78
Tabela 7 - Modelo Ajustado da Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> para Retorno da Ação	79
Tabela 8: Modelo Ajustado 2 Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> para Retorno da Ação	81
Tabela 9: Modelo 2 Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> para Giro do Ativo.....	82
Tabela 10: Modelo Ajustado 2 Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> para Giro do Ativo...82	
Tabela 11: Modelo 2 Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> para Margem Líquida	84
Tabela 12 - Modelo 2 Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> para Tobin's Q.....	86
Tabela 13 - Modelo 1 Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> para Crescimento de Vendas	88
Tabela 14 – Resultados Regressão Múltipla	91
Tabela 15 – Resultados Regressão <i>Panel Data</i> Modelo Ajustado	93
Tabela 16 - Resultados da Regressão Múltipla para Retorno da Ação por Setor Tecnológico	96
Tabela 17 - Resultados da Regressão Múltipla para Giro do Ativo por Setor Tecnológico	97
Tabela 18 - Resultados da Regressão Múltipla para Margem Líquida por Setor Tecnológico	98
Tabela 19 - Resultados da Regressão Múltipla para q de Tobin por Setor Tecnológico	99
Tabela 20 - Resultados da Regressão Múltipla para Crescimento de Vendas por Setor Tecnológico	100

Tabela 21 - Resumo dos Resultados Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> e Regressão Múltipla.....	103
Tabela 22 - Resumo dos Resultados Regressão Múltipla por Setor Tecnológico...	106

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	DELIMITAÇÃO DO TEMA E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	19
1.2	OBJETIVO GERAL	22
1.3	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	22
2	REFERENCIAL TEÓRICO	23
2.1	A VISÃO BASEADA EM RECURSOS E O <i>TRADE-OFF</i> ENTRE <i>EXPLORATION</i> E <i>EXPLOITATION</i>	23
2.2	CRIAÇÃO DE VALOR E APROPRIAÇÃO DE VALOR	24
2.3	ÊNFASE ESTRATÉGICA: <i>TRADE-OFF</i> ENTRE AS CAPABILIDADES DE CRIAÇÃO DE VALOR E APROPRIAÇÃO DE VALOR	29
2.4	OPERACIONALIZAÇÃO DA ÊNFASE ESTRATÉGICA.....	30
2.4.1	Capabilidade Tecnológica no Processo de Criação de Valor	31
2.4.2	Capabilidade de Marketing no Processo de Apropriação de Valor	33
2.4.3	Indicador da Ênfase Estratégica	35
2.5	OS IMPACTOS FINANCEIROS DO <i>TRADE-OFF</i> ENTRE CRIAÇÃO DE VALOR E APROPRIAÇÃO DE VALOR.....	38
2.5.1	Medidas Contábeis	39
2.5.2	Medidas Baseadas no Mercado	41
2.6	ÊNFASE ESTRATÉGICA E AS MEDIDAS FINANCEIRAS.....	42
2.6.1	Ênfase Estratégica e Retorno da Ação	42
2.6.2	Ênfase Estratégica e Giro do Ativo	44
2.6.3	Ênfase Estratégica e Margem Líquida	45
2.6.4	Ênfase Estratégica e o <i>q</i> de Tobin	46
2.6.5	Ênfase Estratégica e o Crescimento de Vendas	47
2.7	RESPOSTAS DIFERENCIAIS PARA MUDANÇAS NA ÊNFASE ESTRATÉGICA	47
2.7.1	A Influência da Rentabilidade Anterior	48
2.7.2	A Influência da Ênfase Estratégica Anterior	50
2.7.3	O Papel do Ambiente Tecnológico	51
2.8	HIPÓTESES DO ESTUDO	53
3	MÉTODO	55

3.1	POPULAÇÃO E DEFINIÇÃO DA AMOSTRA.....	55
3.2	PROCEDIMENTO DE COLETA DE DADOS	56
3.2.1	Coleta de Dados Financeiros.....	56
3.2.2	Coleta de Dados de Pesquisa e Desenvolvimento.....	57
3.2.2.1	Relatórios anuais e Demonstrações Contábeis	57
3.2.2.2	Relação com Investidores (RI)	59
3.3	OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS	61
3.4	PROCEDIMENTO DE TRATAMENTO DOS DADOS	64
3.4.1	Valores Omissos (<i>Missing Values</i>).....	64
3.4.2	Valores Atípicos (<i>Outliers</i>).....	66
3.5	REGRESSÃO MÚLTIPLA	67
3.5.1	Regressão Múltipla - Panel Data.....	68
4	RESULTADOS.....	71
4.1	PERFIL DA AMOSTRA	71
4.2	ANÁLISE UNIVARIADA.....	73
4.3	ANÁLISE BIVARIADA.....	74
4.4	REGRESSÃO MÚLTIPLA <i>PANEL DATA</i>	77
4.4.1	Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> do Retorno da Ação	79
4.4.2	Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> do Giro do Ativo.....	81
4.4.3	Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> da Margem Líquida	83
4.4.4	Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> do <i>q de Tobin</i>.....	85
4.4.5	Regressão Múltipla <i>Panel Data</i> do Crescimento de Vendas	87
4.5	REGRESSÃO MÚLTIPLA	89
4.6	REGRESSÃO MÚLTIPLA POR SETOR TECNOLÓGICO.....	94
4.7	ANÁLISE DOS RESULTADOS	101
4.7.1	Resultados da Regressão Múltipla.....	101
4.7.2	Resultados da Regressão Múltipla por Setor Tecnológico	104
5	CONCLUSÕES	107
5.1	DISCUSSÕES E IMPLICAÇÕES.....	107
5.2	LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÃO DE PESQUISAS FUTURAS	112
5.3	CONCLUSÃO FINAL.....	113
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	114
	ANEXOS	122
	ANEXO A – TRECHOS DOS RELATÓRIOS CONTÁBEIS QUE POSSUÍAM	
	EXEMPLOS DE GASTOS COM PESQUISA E DESENVOLVIMENTO (P&D)	122

ANEXO B – CRITÉRIOS PARA IDENTIFICAÇÃO DOS GASTOS EM PESQUISA E DESENVOLVIMENTO	124
ANEXO C - MENSAGEM INICIAL DE SOLICITAÇÃO DOS GASTOS DE PESQUISA E DESENVOLVIMENTO (P&D) ENVIADA DIA 25 DE JANEIRO DE 2009. 125	
ANEXO D – MENSAGEM DE REFORÇO DE SOLICITAÇÃO DOS GASTOS DE PESQUISA E DESENVOLVIMENTO (P&D) ENVIADA DIA 04 DE FEVEREIRO DE 2009 128	
ANEXO E – BOXPLOT VARIÁVEIS DEPENDENTES	131
ANEXO F – ANÁLISE DE RESÍDUOS DA REGRESSÃO MÚLTIPLA	132

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, a área de Marketing vem perdendo espaço dentro das organizações. Assuntos de marketing e de administração estão recebendo menos atenção no *boardroom* (MCGOVERN *et al.* 2004). Os profissionais de marketing estão, em muitos casos, desacreditados dentro das empresas (SHETH, SISODIA; 1995a; SHETH, SISODIA; 1995b; RUST *et al.*, 2004) e tem sido marginalizados a medida em que muitos aspectos estratégicos de marketing são absorvidos por outras funções da organização (SHETH, SISODIA; 2005). Essa situação não é uma novidade. Segundo Nath e Mahajan (2008, p. 65), “durante as últimas três décadas os acadêmicos de marketing têm se preocupado com a perda de influência no nível estratégico”.

Recentemente, uma pesquisa com 276 empresas alemãs constatou dois motivos principais para a perda de influência do marketing nas organizações: a *innovativeness*, que se refere à habilidade de criar conceitos, produtos e serviços inovadores dentro da empresa e a *accountability*, que se refere à capacidade de relacionar as estratégias e ações de marketing com as medidas de desempenho financeiro (VERHOEF, LEEFLANG; 2009). Em linha com outras pesquisas, a *accountability* pode ser apontada como o principal antecedente da influência de marketing na organização (MOORMAN, RUST; 1999; O’ SULLIVAN, ABELA; 2007).

As ações de marketing foram muito questionadas quanto a sua real contribuição para o desempenho organizacional. Sheth e Sisodia (1995a; 1995b) afirmam que a correlação entre o nível de gastos em marketing e o desempenho financeiro (ou posição competitiva das empresas) é baixa. Afirmam também que muitas empresas estão até obtendo retornos negativos com esses investimentos em marketing. Em uma pesquisa recente, apenas 59% dos executivos seniores entrevistados acreditavam que o marketing contribuía para a vantagem competitiva (BLACKFRIARS COMMUNICATIONS; 2005). Isto ocorreria pela carência de instrumentos voltados para mensuração do desempenho das ações de marketing. É incipiente a instrumentação que as empresas possuem para mensurar o real retorno dos investimentos realizados em marketing (RUST *et al.*; 2004). Diversos estudiosos tem apontado a necessidade de mensurar o retorno dos investimentos feitos em marketing no intuito de consolidar e legitimar a própria área dentro das organizações

(WEBSTER, 1981; SHETH, SISODIA; 1995a; SHETH, SISODIA; 1995b; SRIVASTAVA, SHERVANI, FAHEY; 1998; DOYLE; 2000; SHETH, SISODIA; 2002; RUST *et al.*; 2004; VERHOEF, LEEFLANG; 2009). Assim, as empresas necessitam desenvolver medidas eficazes para mensurar as ações de marketing (SHETH, SISODIA; 1995a; SHETH, SISODIA; 1995b; SRISVASTAVA, SHERVANI, FAHEY; 1998).

Em paralelo, uma revolução silenciosa está ocorrendo aos poucos. Antigas premissas invioláveis sobre o propósito, o conteúdo e a execução do marketing estão sendo complementadas por novas premissas (SRISVASTAVA, SHERVANI, FAHEY ;1998). A antiga premissa de que marketing deve apenas “criar valor para os clientes; ganhar no mercado” (p.3) está sendo reformulada e complementada por um novo conjunto de premissas. Surge um novo conceito: o de ativos baseados no mercado, ou seja, “ativos resultantes da interação da firma com entidades em seu ambiente externo” (p.2). Nesse novo contexto, o propósito de marketing é o de “criar e administrar ativos baseados em mercado para entregar valor aos acionistas” (p.3). Amplia-se o conjunto de *stakeholders*¹ externos de marketing. Além dos clientes, dos competidores, dos fornecedores e dos reguladores, surgem também os acionistas e os potenciais investidores.

Assim, alteram-se o objeto e a forma de mensuração da produtividade de marketing. Além das medidas de resultados de produto-mercado, das avaliações de clientes, de canais e de competidores, avaliam-se também os resultados financeiros e as configurações dos ativos baseados em mercado. Desta forma, as medidas operacionais se ampliam. Não apenas as medidas tradicionais usadas em marketing (ex. vendas, participação de mercado) são relevantes. Despontam medidas financeiras importantes como o fluxo de caixa e o valor da empresa para o acionista.

Estas são as questões a serem abordadas e aprofundadas no presente trabalho e que serão desenvolvidas a seguir. Inicialmente apresenta-se a delimitação do problema. Em seguida, o objetivo geral e os objetivos específicos finalizam esta introdução.

¹ Apesar de alguns autores traduzirem como “partes interessadas”, no presente estudo se utilizará o termo em inglês.

1.1 DELIMITAÇÃO DO TEMA E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Frente à perda de importância da área de marketing e a remodelação de seu papel na organização (VERHOEF, LEEFLANG; 2009), a mensuração de sua produtividade ganhou destaque junto aos profissionais da área tanto na academia quanto nas organizações. O *Marketing Metrics*, linha de pesquisa dedicada a estudar a produtividade de marketing, vem figurando como uma das três prioridades de pesquisa mais relevantes nas cinco últimas edições da publicação bial chamada *MSI Research Priorities* (MSI; 2000; MSI; 2002; MSI; 2004; MSI; 2006; MSI; 2008) do *Marketing Science Institute (MSI)*. As prioridades que constam nesta publicação são formuladas com base nas necessidades de grandes empresas, que buscam, por meio da pesquisa acadêmica em marketing, melhorar suas práticas de marketing.

Dentro do *Marketing Metrics*, ganha destaque a mensuração da produtividade da estratégia de marketing. A estratégia de marketing representa as atividades e decisões relacionadas à geração e sustentação da vantagem competitiva (DAY, WEITZ, WENSLEY; 1990). Essa estratégia desempenha um papel central em adquirir e reter clientes, garantir o crescimento do negócio, desenvolvendo vantagem competitiva sustentável e conduzindo ao desempenho financeiro superior por meio dos processos de negócio (SRIVASTAVA, SHERVANI, FAHEY; 1999).

Na busca pelo desempenho financeiro superior, dois processos, que se combinam e interagem entre si, são fundamentais: o processo de criação de valor e o processo de apropriação de valor. O primeiro consiste na criação de valor para o cliente, como por exemplo, quando a empresa inova, produz e entrega produtos ao mercado. Já o segundo foca-se na apropriação de valor do mercado para empresa (ex. extração de lucros econômicos).

A criação de valor por si só não é suficiente para atingir o sucesso financeiro. Faz-se necessário um processo paralelo que envolve a habilidade da empresa em restringir as forças competitivas (ex. criação de barreiras à imitação) e, por conseguinte, apropriar-se de parte do valor criado na forma de lucros. As empresas possuem pouco incentivo para se engajar em processos de criação de valor sem a existência de “mecanismos de isolamento” que possam prevenir a imediata dissipação dos lucros associados com as iniciativas referentes ao processo de

criação de valor (MIZIK, JACOBSON; 2003). Isso ocorre porque empresas, que não possuem as *capabilidades*² de restringir as forças competitivas, são incapazes de apropriar o valor que criaram ou o fazem por pouco tempo. Ao invés disso, competidores e clientes irão reivindicar esse valor criado (GHEMAWAT; 1991).

As empresas deparam-se com o desafio de equilibrar os processos de apropriação e criação de valor quando desenvolvem e implementam as estratégias de negócio. Portanto, as empresas precisam simultaneamente desenvolver ou adquirir capacidades de criação de valor e capacidades que facilitem a apropriação de valor. Ambas demandam o comprometimento substancial de recursos e muita dedicação por parte da administração. A partir daí, cria-se a necessidade de prioridades estratégicas e formam-se *trade-offs* resultantes da tarefa de alocar os recursos limitados da empresa entre o processo de criação de valor e de apropriação de valor. Ao fazer essas escolhas, a empresa adota uma ênfase estratégica, ou seja, “a ênfase relativa que a empresa emprega na apropriação de valor em relação à criação de valor” (MIZIK; JACOBSON, 2003, p. 63). A ênfase estratégica é um aspecto central de qualquer empresa, pois define sua forma de atuação no mercado, uma vez que esta escolha de como competir é uma questão fundamental (DAY, 1994).

A aquisição de recursos e habilidades e o desenvolvimento de capacidades que afetam o desempenho financeiro é um tema que já foi muito explorado nas pesquisas em administração (CAPON, FARLEY, HOENING; 1990). Dentre essas pesquisas, destacam-se diversos tipos de *trade-offs* estratégicos e táticos que as empresas encaram, como por exemplo: o posicionamento estratégico entre diferenciação e liderança de custo (PORTER; 1980); os arquétipos estratégicos (MILES, SNOW; 1978), mix de marketing de especialização versus diversificação (BOULDING, LEE; 1992); foco em clientes versus foco em processos (ETTLIE,

² Na ausência de uma palavra equivalente no português para *capabilities*, optou-se por substituir o termo por *capabilidades*, expressão sugerida pelo Prof. Dr. João Luiz Becker, membro da banca examinadora, por ocasião da defesa de projeto desta dissertação. No presente estudo *capabilidades* são complexos conjuntos de habilidades e conhecimentos acumulados, exercidas por meio de processos organizacionais que permitem as empresas ou *joint ventures* coordenarem atividades e fazerem o uso dos ativos (AMIT, SCHOEMAKER, 1993; DAY, 1994).

JOHNSON; 1994) e *exploration*³ (criação de valor) e *exploitation* (apropriação de valor) (MARCH; 1991).

No dia-a-dia das empresas, observam-se algumas complicações na alocação de recursos entre as capacidades de *exploitation* (apropriação de valor) e *exploration* (criação de valor), particularmente as dificuldades provenientes entre a distribuição de custos e benefícios ao longo do tempo e espaço, assim como os efeitos das interações entre esses (MARCH; 1991). Embora esse *trade-off* seja comum e relevante para as organizações, poucos estudos empíricos verificaram seus impactos no desempenho financeiro da organização. Alguns estudos buscaram por meio de evidências empíricas investigar o impacto da capacidade *exploitation* e da capacidade *exploration* no desempenho da empresa, particularmente o financeiro (GIBSON, BIRKINSHAW; 2004; HE, WONG; 2004; KYRIAKOPOULOS, MOORMAN, 2004; SARKEES; 2007). Todavia, poucos estudos foram direcionados para avaliar os benefícios relativos quando se enfatiza uma capacidade em detrimento da outra (MIZIK, JACOBSON; 2003). Mizik e Jacobson (2003) preencheram essa lacuna ao examinar os efeitos da mudança da ênfase estratégica sobre o retorno da ação de 566 empresas industriais listadas nas bolsas norte-americanas entre 1980 e 1998.

A oscilação do *trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor ao longo do tempo ainda não foi explorado e testado no contexto brasileiro (BORDEAUX-REGO; 2008). O Brasil, um dos representantes do BRIC⁴, apresenta um mercado de capitais em franca expansão. Em 2008, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), a terceira maior bolsa de valores do mundo, apresentou uma movimentação total de R\$1,37 trilhão, um volume 14,7% superior ao registrado em 2007. Além disso, no período entre 2004 e 2008, 110 empresas brasileiras fizeram ofertas públicas primárias e 54 empresas ofertas públicas secundárias na BOVESPA, levantando respectivamente R\$ 93,56 bilhões e R\$ 68,98 bilhões (BOVESPA; 2009).

Com base no que foi exposto, o presente trabalho busca responder à seguinte questão: “*Quais são os impactos da mudança de ênfase estratégica (criação de*

³ Embora Popadiuk (2007) tenha traduzido para língua portuguesa *exploitation* como aproveitamento e *exploration* como prospecção, optou-se por manter os termos na língua original (inglesa).

⁴ BRIC é um acrônimo para as economias do Brasil, Rússia, Índia e China combinadas, proeminente usado em um relatório da Goldman Sachs em 2003 e hoje é altamente difundido pelo mundo.

valor versus apropriação de valor) no desempenho financeiro das empresas no contexto brasileiro?”.

A partir dessa questão, é possível formular o objetivo geral e os objetivos específicos do presente estudo.

1.2 OBJETIVO GERAL

Verificar os impactos da mudança da ênfase estratégica no desempenho financeiro das empresas no contexto brasileiro.

1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Adaptar o indicador de ênfase estratégica proposto por Mizik e Jacobson (2003) ao contexto brasileiro.
- Verificar o impacto da mudança da ênfase estratégia de apropriação de valor no desempenho financeiro das empresas no contexto brasileiro.
- Verificar o impacto da mudança da ênfase estratégia de criação de valor no desempenho financeiro das empresas no contexto brasileiro.

Além desta introdução, o trabalho está estruturado da seguinte forma. Inicialmente apresenta-se o referencial teórico sobre o *trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor e sua conexão com o desempenho da empresa, elencando as hipóteses a serem testadas. Na seqüência, descreve-se o método utilizado, detalhando a população e amostra, o procedimento de coleta de dados e as análises empregadas. Depois as análises dos resultados obtidos por meio das regressões múltiplas. Por último, as considerações finais do trabalho contendo as principais implicações teóricas e gerenciais assim como as limitações do estudo e as sugestões de pesquisas futuras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo será desenvolvido o referencial teórico. Primeiramente, trata-se da visão baseada em recursos juntamente com o *trade-off* entre *exploitation* e *exploration*. Depois, se apresentam a criação de valor e a apropriação de valor. Por fim, descrevem-se a operacionalização da ênfase estratégica e os impactos financeiros oriundos das capacidades de criação e de apropriação de valor.

2.1 A VISÃO BASEADA EM RECURSOS E O *TRADE-OFF* ENTRE *EXPLORATION* E *EXPLOITATION*

A visão baseada em recursos (RBV) provê a sustentação teórica para examinar as capacidades de *exploration* e *exploitation*. A RBV foca em como as empresas podem desenvolver e sustentar a vantagem competitiva (BARNEY; 1991; TEECE, PISANO, SHUEN; 1997).

Nesta dissertação, recursos são definidos como estoques de conhecimento, ativos físicos e intangíveis, capital humano e outros fatores que a empresa possui ou controla (AMIT, SCHOEMAKER; 1993) e capacidades são definidas como complexos conjuntos de habilidades e conhecimentos acumulados, exercidas por meio de processos organizacionais que permitem as empresas ou *joint ventures* coordenarem atividades e fazerem o uso dos ativos (AMIT, SCHOEMAKER; 1993; DAY; 1994). Capacidades são acumuladas lentamente e são específicas da empresa (BARNEY; 1991) e reconfiguradas ao longo do tempo para atender às necessidades do mercado (TEECE, PISANO, SHUEN; 1997). As diferenças de desempenho entre as empresas são resultantes das capacidades únicas, idiossincráticas e sem imitação que a empresa possui ou controla (AMIT, SCHOEMAKER; 1993; BARNEY; 1991).

Segundo March (1991) as organizações apresentam duas formas básicas de desenvolvimento e utilização de conhecimento: a *exploitation* e a *exploration*. A essência da *exploitation* é o refinamento e a extensão das competências, tecnologias e paradigmas existentes. Essa estratégia enfatiza primordialmente a

satisfação da base atual de clientes (BENNER, TUSHMAN; 2003; SRIVASTAVA, SHERVANI, FAHEY; 1999) e pode ser representada pelos processos de apropriação de valor, pois seu foco está no que já existe em termos de competências, tecnologias e paradigmas para extração de lucros. Geralmente seus retornos são positivos, de curto prazo e previsíveis (MARCH; 1991). Por outro lado, a *exploration* envolve a experimentação de novas alternativas, estando mais focada nos investimentos em inovação e experimentação (KATILA, AHUJA; 2002). Os respectivos retornos da estratégia de *exploration* tendem a ser incertos, distantes (longo prazo) e muitas vezes negativos (MARCH; 1991). Esta forma é representada por processos que criam valor a partir de inovações.

2.2 CRIAÇÃO DE VALOR E APROPRIAÇÃO DE VALOR

O valor societal, ou seja, o excedente total resultante da diferença entre a utilidade que os consumidores derivam dos produtos e os custos de produção é fruto do engajamento da empresa em processos inovativos (MIZIK, JACOBSON; 2003).

Mansfield *et al.* (1977) ao estimarem o valor societal por meio dos retornos sociais e privados resultantes dos investimentos em inovações, concluíram que existem três tipos de apropriação de valor. A própria empresa inovadora apropria-se do valor por meio de lucro econômico, os clientes apoderam-se do valor por meio de excedente e as outras empresas, tanto competidoras quanto não competidoras, por meio de imitação e o desenvolvimento de redução de custos. Os autores elencam três fatores que influenciam a intensidade pela qual a empresa apropria-se do valor: a estrutura de mercado, a relevância da inovação e o tipo de inovação. A estrutura de mercado influencia à medida em que dita a intensidade da competição. Ambientes de baixa competição, tais como monopólios ou oligopólios, propiciam mais condições de apropriação de valor por parte da empresa inovadora do que ambientes muito competitivos. Já a relevância da inovação afeta a forma como o valor é apropriado, pois quanto mais relevante for a inovação, mais atrativa será imitá-la, reduzindo a apropriação de lucros por parte da empresa inovadora. Por fim, o tipo de inovação é determinante à medida que inovações de processo são mais difíceis de serem copiadas pela concorrência do que inovações de produtos.

Segundo Saloner, Shepard e Podolny (2001), a empresa não deve apenas ser capaz de criar valor, mas “para prosperar, a empresa deve ser capaz também de capturar o valor que cria” (p. 39). Ou seja, a principal razão pela qual a empresa se dedica à busca de inovações é a realização dos lucros decorrentes. No entanto, há muita variação da quantidade de valor capturado por cada ator principal (empresa inovadora, clientes, outras empresas – competidores e não competidores) dentre as diferentes inovações.

Há casos de inovações nas quais o valor societal foi enorme, porém a empresa inovadora não se apropriou de nenhum ou muito pouco do valor criado. A invenção da vacina de pólio é um exemplo claro, pois seu inventor, Jonas Salk, não a patenteou no desejo de não lucrar e de disseminar a nova forma de prevenção o máximo possível (MIZIK, JACOBSON; 2003). Neste caso, os grandes beneficiados foram os clientes.

Outro tipo de situação é a que a empresa inovadora se beneficia menos do valor criado pela inovação do que as outras empresas, competidoras ou não. Em geral, a empresa inovadora não possui a habilidade necessária para apropriar-se do valor mesmo sendo essa sua intenção, principalmente no que tange a criação de barreiras de imitação.

Existem diversos exemplos em que a empresa inovadora se beneficiou consideravelmente de sua inovação, ou seja, apropriou-se de substanciais parcelas do valor societal criado. Os exemplos globais são a Dupont com o Teflon, a Searle com o NutraSweet, a Microsoft com o Windows e a Pfizer com o Viagra (MIZIK, JACOBSON; 2003). Já nacionalmente, destacam-se a Petrobrás com a extração de petróleo em águas profundas, a Natura com a Linha Natura Ekos, a Perdigão com o Chester e a Alpargatas com as Havaianas (ZEVALLOS; 2009).

Os retornos gerados pelos recursos da empresa dependem da capacidade de sustentar a vantagem competitiva e da habilidade da firma capturar o lucro gerado pelos recursos. Ou seja, as capacidades são a base para a obtenção de vantagem competitiva. Para que o valor societal seja criado e posteriormente apropriado pela empresa, faz-se necessário a aquisição ou o desenvolvimento de capacidades tanto de criação quanto de apropriação de valor, pois são essenciais para que a empresa consiga a vantagem competitiva sustentável conforme apresentado na Figura 1:

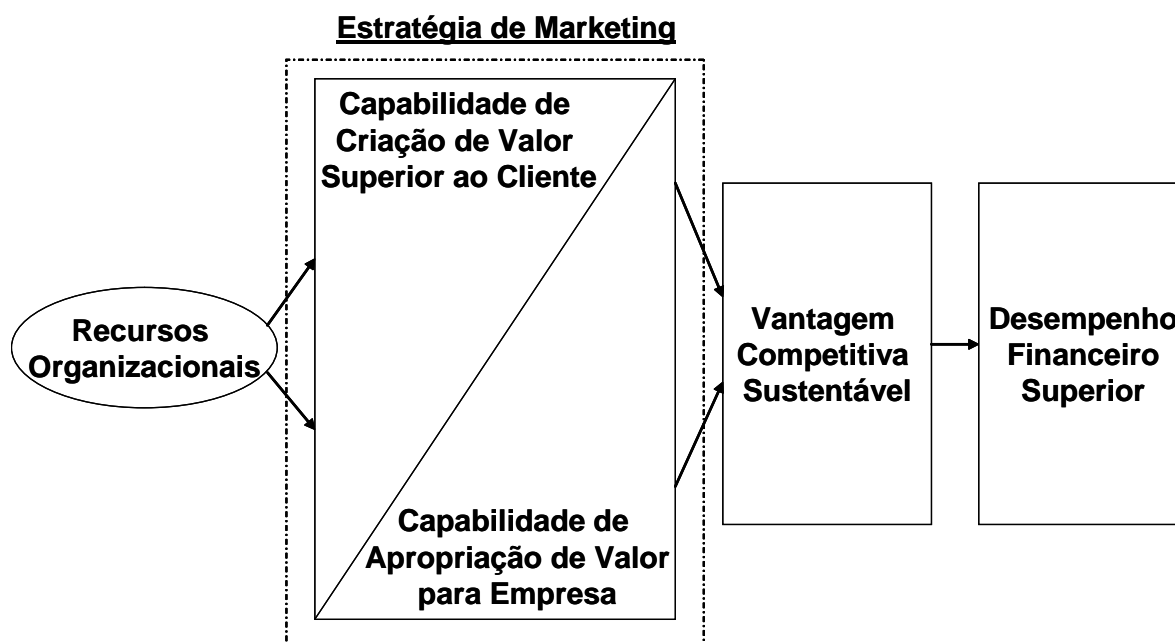


Figura 1 - Esquema da estratégia corporativa e da vantagem competitiva sustentável
Fonte: Mizik e Jacobson (2003; p.64)

Os recursos da empresa (ex. pessoas, fábricas) são utilizados pelas capacidades de criação de valor para fornecer valor superior aos clientes por meio de produtos e/ou processos inovadores. Em paralelo e de forma complementar, as capacidades de apropriação de valor se utilizam dos recursos organizacionais (ex. marcas) para extrair lucros econômicos, criando valor para empresa. Esse movimento resulta na vantagem competitiva sustentável que se reflete em desempenho financeiro superior frente aos concorrentes.

A empresa possui considerável liberdade em explorar cada uma das capacidades em detrimento da outra. Ambas modelam a vantagem competitiva da empresa (GHEMAWAT; 1991; RUMELT; 1987) e, conseqüentemente, influenciam o desempenho financeiro. No entanto, cada capacidade atua de uma forma diferente. Enquanto a capacidade de criação de valor influencia a magnitude potencial da vantagem, a capacidade de apropriação de valor afeta a quantidade de vantagem que a empresa é capaz de capturar assim como a duração de tempo que a vantagem persiste (MIZIK, JACOBSON; 2003). De acordo com essas formas de atuação, pode-se concluir que as capacidades são complementares e substitutas imperfeitas entre si.

Neste estudo adota-se o mesmo ponto de vista de Katila e Ahuja (2002) e Sarkees (2007) que argumentam que a interação entre as capacidades de *exploration* e *exploitation* podem impactar positivamente o desempenho. As duas capacidades são variáveis ortogonais conforme o gráfico a seguir ao invés de dois extremos de um continuum.

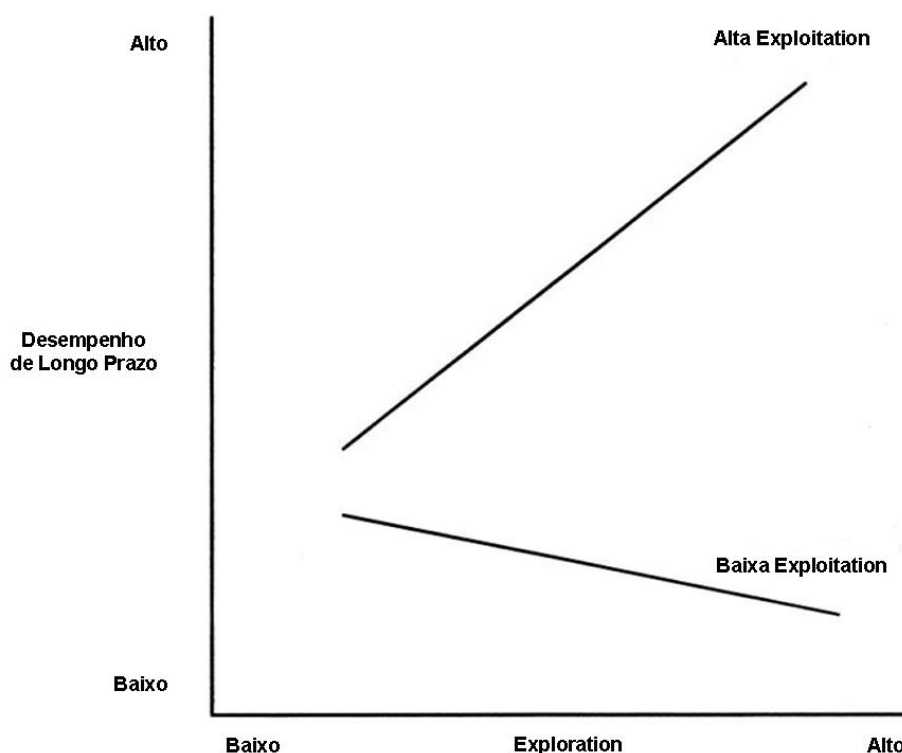
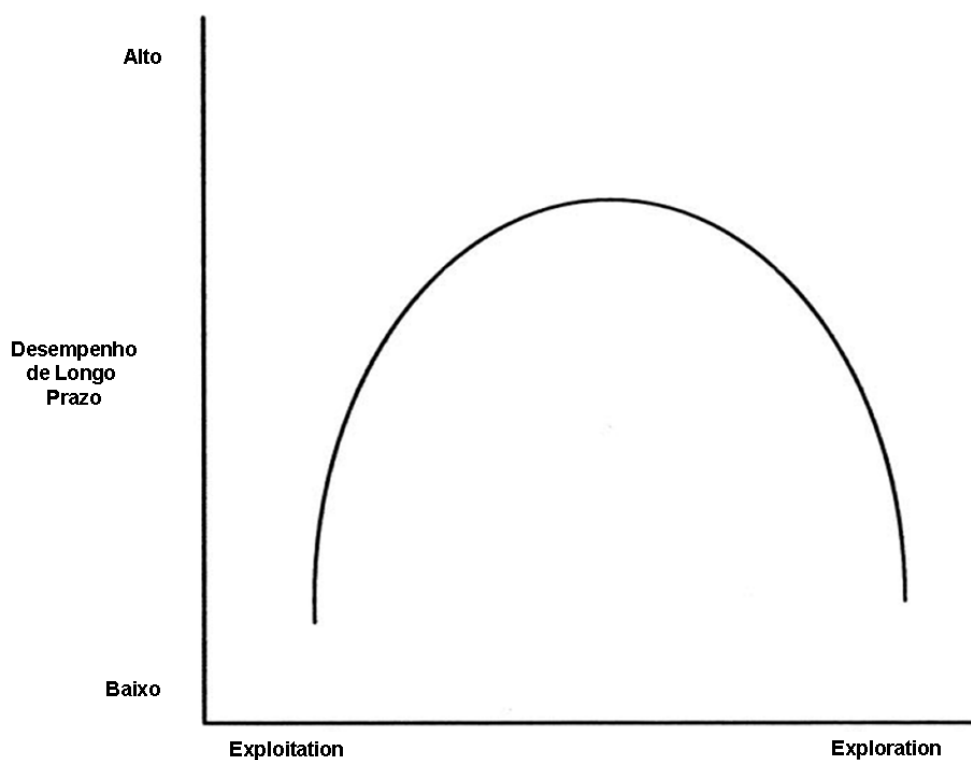


Gráfico 1 – Capabilidades *Exploitation* e *Exploration* como Ortogonais
Fonte: Gupta, Smith, Shalley (2006; p. 607)

O gráfico acima mostra quatro combinações distintas entre a capacidade de *exploitation* e *exploration*. Não adianta a empresa estimular seu processo de *exploration* (criação de valor) sem a contrapartida do processo de *exploitation* (apropriação de valor). A melhor combinação para empresa, ou seja, o desempenho de longo prazo é alto quando a empresa desenvolver tanto o processo de criação de valor quanto o processo de apropriação de valor. Por outro lado, o desempenho de longo prazo será baixo a medida que a empresa não desenvolver sua capacidade de apropriação de valor, mesmo tendo alta capacidade de criação de valor

(*exploration*). Ou seja, os processos de criação de valor e de apropriação de valor são complementares e interagem entre si.

Uma abordagem concorrente é a que entende que as capacidades de *exploitation* (apropriação de valor) e *exploration* (criação de valor) são extremos de um continuum conforme o gráfico abaixo. Tal visão do *trade-off* foi adotada em pesquisas recentes sobre o tema (GUPTA, SMITH, SHALLEY; 2006; HE, WONG; 2004, GIBSON, BIRKINSHAW; 2004). Isto é, o processo de criação de valor e de apropriação de valor concorrem entre si. Quando a empresa adota os extremos do continuum, esta é penalizada com um baixo desempenho de longo prazo. Cabe a empresa buscar o equilíbrio entre as duas capacidades.



Gráfico

Gráfico 2- Capacidades *Exploitation* e *Exploration* como dois extremos de um Continuum

Fonte: Gupta, Smith, Shalley (2006; p.607)

2.3 ÊNFASE ESTRATÉGICA: *TRADE-OFF* ENTRE AS CAPABILIDADES DE CRIAÇÃO DE VALOR E APROPRIAÇÃO DE VALOR

No dia-a-dia das empresas, os administradores são obrigados a estabelecer prioridades quando alocam seus recursos escassos entre dois processos essenciais para a empresa: o processo de criação de valor e o processo de apropriação de valor. Ao decidir quais capacidades devem ser enfatizadas, os gestores estabelecem a forma pela qual a empresa escolhe para competir no mercado (DAY; 1994). Assim, configura-se um *trade-off* estratégico entre o desenvolvimento de capacidades de criação de valor para o cliente e de capacidades de apropriação de valor. A partir dessa escolha é possível determinar a ênfase estratégica da empresa.

A ênfase estratégica pode assumir diversas configurações. Empresas que optam por priorizar a capacidade de criação de valor para os clientes em relação à apropriação de valor, estão à frente de seus competidores e inovam à medida que seus lucros são capturados pela concorrência por meio de imitações. É uma forma de competir que privilegia a magnitude da vantagem competitiva sustentável.

Por outro lado, existem empresas que preferem defender sua posição de mercado por meio das capacidades de apropriação de valor que estabelecem barreiras à imitação ou “mecanismos de isolamento”, como por exemplo, os efeitos de marca e de reputação, os custos de mudança, a propaganda, as externalidades de rede, as patentes, dentre outros. Trata-se de uma ênfase estratégica que privilegia a quantidade de valor apropriado e o período de tempo que esse valor será capturado.

Segundo Mizik e Jacobson (2003), a maioria das empresas evita os extremos ao escolher uma estratégia que equilibra as ações de criação de valor com esforços que permitam a posterior apropriação de valor. Isso ocorre devido à complementariedade entre as duas capacidades. Ou seja, se a empresa criar valor societal e não capturá-lo parcialmente ou totalmente, não terá o retorno adequado para seus acionistas. Por outro lado, a tentativa de apropriar valor para o acionista se torna um esforço em vão, se o valor ainda não foi criado para os clientes. Cabe aos administradores encontrar o ponto ótimo onde a empresa deve atuar, porém tal

escolha é altamente complexa, uma vez que envolve inúmeros fatores, tais como clientes, competidores, agentes governamentais, entre outros.

Embora as características da indústria moldem o *trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor, empresas dentro da mesma indústria podem assumir linhas de atuação distintas que são refletidas na ênfase estratégica. Mizik e Jacobson (2003) citam o exemplo da indústria farmacêutica onde as empresas adotam posturas diferentes para a mesma situação. É o caso da expiração das patentes de determinados medicamentos. Algumas empresas optam por reduzir drasticamente seus investimentos em um medicamento cuja patente expirou e focam em novas inovações e nos medicamentos ainda sob patente. Já outras companhias preferem enfatizar a apropriação de valor como, por exemplo, a Johnson & Johnson. Mesmo após a expiração de uma patente, essa empresa se utiliza de um guarda-chuva de marcas para seus produtos e compete com sucesso com as empresas de medicamento genérico por meio de sua imagem de marca superior.

2.4 OPERACIONALIZAÇÃO DA ÊNFASE ESTRATÉGICA

Inúmeras capacidades organizacionais (ex. tecnológica, financeira, física, legal, humana, organizacional, produtiva, informacional, e relacional) afetam o processo de criação de valor e o processo de apropriação de valor. É difícil classificar uma capacidade em um único tipo de processo, pois geralmente os recursos influenciam tanto a criação quanto a apropriação de valor (MIZIK, JACOBSON; 2003).

No entanto, duas capacidades têm sido constantemente estudadas nas pesquisas prévias devido a sua influência nos resultados da empresa: a capacidade tecnológica e a capacidade de marketing (CAPON, FARLEY, HOENING; 1990). A capacidade tecnológica é desenvolvida por meio dos gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e está fortemente ligada à criação de valor para os clientes (*exploration*). Já a capacidade de marketing, que busca diferenciar a oferta da empresa e satisfazer a base atual de clientes, está intimamente relacionada à apropriação de valor por parte dos acionistas (*exploitation*) (SRIVASTAVA, REIBSTEIN, JOSHI; 2006).

2.4.1 Capabilidade Tecnológica no Processo de Criação de Valor

Schumpeter (1942, p. 132) discute as atividades relacionadas à criação de valor como:

Para reformar ou revolucionar o padrão de produção por meio da exploração de uma invenção, ou mais geralmente, uma possibilidade tecnológica não testada para produção de uma nova *commodity* ou a produção de uma antiga de um jeito novo, através da abertura de uma nova fonte de suprimento de materiais ou uma nova saída para produtos, reorganizando a indústria.

Outra definição de inovação muito difundida no ambiente de negócios é a do Manual de Oslo (OCDE; 1997, p.55):

Uma inovação é a implementação de um produto (bem ou serviço) novo ou significativamente melhorado, ou um processo, ou um novo método de marketing, ou um novo método organizacional nas práticas de negócios, na organização do local de trabalho ou nas relações externas.

Este mesmo documento define quatro tipos de inovações:

- Inovações de produto (p.57):

É a introdução de um bem ou serviço novo ou significativamente melhorado no que concerne a suas características ou usos previstos. Incluem-se melhoramentos significativos em especificações técnicas, componentes e materiais, softwares incorporados, facilidade de uso ou outras características funcionais.

- Inovações de processo (p.58):

É a implementação de um método de produção ou distribuição novo ou significativamente melhorado. Incluem-se mudanças significativas em técnicas, equipamentos e/ou softwares

- Inovações de marketing (p.59):

É a implementação de um novo método de marketing com mudanças significativas na concepção do produto ou em sua embalagem, no posicionamento do produto, em sua promoção ou na fixação de preços

- Inovações organizacionais (p.61):

É a implementação de um novo método organizacional nas práticas de negócios da empresa, na organização do seu local de trabalho ou em suas relações externas

Portanto, a inovação ou a criação de valor se utiliza de diversos recursos organizacionais, como recursos humanos e financeiros, e engloba uma vasta quantidade de atividades. Dentre esses recursos, destaca-se a P&D como a principal atividade para a criação de valor. As empresas buscam a P&D e desenvolvem capacidades tecnológicas para desenvolver e produzir tecnologia (SONG et al, 2005); gerar produtos superiores e aprimoramentos nos processos de produção e distribuição. As empresas também usam suas capacidades para: “fabricar uma nova solução técnica para responder e atender novas necessidades dos usuários“ (GATIGNON, XUERE; 1997, p. 78). Assim, os gastos em P&D representam a criação de valor.

É importante compreender como se dá a diferença entre o valor societal criado e os lucros econômicos posteriormente apropriados pela empresa inovadora. As patentes representariam uma proteção da empresa inovadora contra a dissipação de seus lucros. Isto é, propiciariam a apropriação perfeita do valor criado (monopólio da invenção) durante um período de tempo limitado da apropriação imperfeita (LEVIN *et al.*; 1987). Contudo, na prática, a patente revelou-se uma proteção limitada, que é válida apenas em algumas indústrias (LEVIN *et al.*; 1987; COHEN, NELSON, WALSH; 2000). Cohen, Nelson e Walsh (2000), ao avaliarem a efetividade da patente como mecanismo de defesa de inovações de empresas industriais norte-americanas, concluem que esta propriedade intelectual é limitada devido ao fato dos competidores conseguirem fazer um produto similar, burlando a patente e também porque a empresa inovadora precisa abrir informações críticas na obtenção da patente. Levin, Klevorick e Winter (1987), ao estudarem as condições de apropriação de valor em mais de 100 empresas industriais norte-americanas de diversos setores (ex. celulose, computadores, farmacêuticas), concluem que existem outros mecanismos mais efetivos do que as patentes na apropriação do valor das inovações. Somente em 4% das empresas pesquisadas, os gestores consideravam as patentes altamente efetivas, o que evidencia a perda da efetividade deste mecanismo de isolamento. Especificamente, neste estudo, as capacidades de marketing eram vistas como mecanismos de isolamento centrais, muito mais efetivos do que as patentes em capturar os benefícios gerados por meio das atividades de P&D.

2.4.2 Capabilidade de Marketing no Processo de Apropriação de Valor

Da mesma forma que não existe uma única capabilidade que afete a criação de valor da empresa, também não existe apenas uma capabilidade que possibilite a apropriação do valor. Diversas capacidades criam os mecanismos de isolamento e, conseqüentemente, ampliam o período de tempo que a empresa está apta a captar os lucros econômicos. Dentre estas, destaca-se a capabilidade de marketing que, ao desenvolver os ativos baseados em mercado, “ativos resultantes da interação da firma com entidades em seu ambiente externo” (SRIVASTAVA, SHERVANI, FAHEY; 1998, p.2), cria barreiras competitivas, como por exemplo, a lealdade dos clientes e os custos de mudança que fazem com que os clientes fiquem menos inclinados a comprar dos rivais.

O marketing pode desenvolver dois tipos de ativos baseados em mercado. Os relacionais, tais como o valor do canal (*channel equity*), o valor da marca (*brand equity*) e o valor dos clientes (*customer equity*) e os ativos intelectuais, representados pela propriedade intelectual. A gestão de canais que influencia diretamente o valor do canal é compartilhada com a área de operações, porém é inegável a influência do marketing (SRIVASTAVA, REIBSTEIN, JOSHI; 2006). Já o papel do marketing na administração da propriedade intelectual é questionável por causa da pouca ou nenhuma influência dos gestores de marketing. Por fim, o valor da marca e o valor do cliente são amplamente aceitos como sendo do domínio do marketing (RUST, LEMON, ZEITHAML; 2004).

Nos últimos anos, os ativos do tipo relacional possuem destaque na prática de marketing, mais especificamente o valor da marca e o valor dos clientes. Isto ocorre, principalmente a partir da emergência do marketing de relacionamento como um foco dominante tanto para acadêmicos quanto para praticantes do marketing (SHETH; PARVATIYAR, 1995). Como esse tipo de ativos relacionais são baseados em fatores como confiança e reputação, acabam por dificultar e muitas vezes impossibilitar a imitação por parte dos concorrentes.

Segundo Ambler *et al.* (2002), o valor da marca possibilita diversos benefícios para a empresa: a expansão da sua atuação através de novos produtos junto a novos clientes (criação de valor); a conquista de novos clientes utilizando-se de seu portfólio de produtos e serviços atuais (apropriação de valor); a venda cruzada por

meio da força da marca ao encorajar os clientes a comprar produtos adicionais (apropriação de valor); a cobrança de preços mais elevados frente à concorrência (apropriação de valor); a redução dos custos (apropriação de valor) por meio da extensão de marcas (KELLER; 1998) e pela necessidade menor de investimentos de manutenção da marca. Nota-se que somente um benefício estava fortemente ligado à criação de valor e o restante está associado à apropriação de valor.

Estes benefícios se refletem no desempenho financeiro das empresas. Empresas que possuem alto valor da marca geralmente possuem desempenho financeiro superior. Uma pesquisa no contexto norte-americano constatou que marcas fortes não apenas entregam maiores retornos aos acionistas do que marcas mais fracas, como fazem isso com menor risco associado (MADDEN, FEHLE, FOURNIER; 2006).

O valor dos clientes por sua vez viabiliza os seguintes benefícios: a aquisição de novos clientes por meio do boca-boca positivo gerado pelos clientes atuais (apropriação de valor), a influência na decisão de compra cruzada dado o relacionamento e o histórico do cliente com a empresa (apropriação de valor) e a venda cruzada por meio da habilidade da empresa em disponibilizar a oferta certa no momento certo a partir do conhecimento do cliente acumulado com o tempo (KUMAR; 2006). O valor dos clientes também permite a cobrança de preços mais elevados que seus competidores (apropriação de valor), pois ao criar relacionamentos fortes com seus clientes ao longo do tempo, possibilitam o conhecimento das preferências e dos comportamentos de compra. Conseqüentemente, as empresas conseguem personalizar suas ofertas, tornando-as mais valiosas (AMBLER *et al*; 2002). Outra vantagem resultante deste ativo é a redução de custos porque, ao mensurar a rentabilidade por cliente, a empresa consegue reduzir a quantidade de clientes que dão prejuízo, servindo os clientes atuais de uma forma mais racional (apropriação de valor). Além disto, o valor dos clientes possibilita o ganho de receitas crescentes advindas dos produtos atuais adquiridos pelos clientes atuais (apropriação de valor). Por fim, a empresa consegue influenciar a freqüência e a quantidade de compra do cliente quando compreende as preferências do cliente ao longo do tempo e quando utiliza os elementos do mix de promoção (ex. comunicações, força de vendas), apropriando valor desta forma.

O valor dos clientes é uma *proxy* do valor da empresa. Em geral, quanto maior for o valor dos clientes da empresa, maior será o valor da empresa. Gupta,

Lehmann e Stuart (2004) demonstraram que existe uma relação positiva entre o valor dos clientes e o valor de mercado das empresas. Já Silveira (2007) encontrou uma relação forte e positiva ($R^2 = 0,76$) entre o valor dos clientes e valor de mercado de empresas brasileiras de telecomunicações, comprovando a importância deste ativo intangível na apropriação de valor.

Em suma, os ativos baseados no mercado sob responsabilidade do marketing buscam apropriar valor no mercado. Todavia, vale salientar que as capacidades de marketing também podem criar valor, como por exemplo suas inovações (OCDE; 1997). No entanto, a associação dos gastos em marketing com a criação de valor é substancialmente mais fraca do que a associação entre P&D e a criação de valor.

2.4.3 Indicador da Ênfase Estratégica

Segundo a visão baseada nos recursos, a heterogeneidade entre as empresas em possuir e controlar os recursos-chave constitui um condutor fundamental da vantagem competitiva sustentável (BARNEY; 1991). Dentro das organizações há uma competição ferrenha entre as diferentes atividades pelos escassos recursos disponíveis. Geralmente, as áreas que possuem maior fluxo de recursos são também as de maior importância dentro da empresa. Conseqüentemente, pode-se inferir que a estratégia da empresa é revelada a partir da configuração final dos recursos, resultante das escolhas de alocação e dos *trade-offs* inerentes. A utilização dos padrões de alocação de recursos como indício da estratégia adotada pela organização não é novidade na literatura de marketing. Diversos pesquisadores utilizaram tal artifício em seus estudos (HARRISON, HALL, NARGUNDKAR; 1993; ITTNER, LARCKER, RAJAN; 1997; RAMASWAMY; 1997; MIZIK, JACOBSON; 2003; SWAMINATHAN, MURSHED, HULLAND; 2008).

Portanto, a ênfase estratégica surge como uma forma de representar o *trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor. Mizik e Jacobson (2003) partiram do pressuposto de que os gastos em P&D representavam a capacidade de criação de valor e os gastos com propaganda, por sua vez, representavam a capacidade de apropriação de valor e validaram, no contexto norte-americano, o seguinte indicador de ênfase estratégica:

$$\text{Ênfase Estratégica}_{it} = \frac{\text{Gastos com Propaganda}_{it} - \text{Gastos com P\&D}_{it}}{\text{Ativos}_{it}}$$

A interpretação do indicador é simples. Segundo os autores, quando o indicador é positivo, indica que a empresa enfatiza relativamente mais as estratégias de apropriação de valor baseadas em marketing do que as estratégias de criação de valor baseadas em P&D. Em oposição, o indicador negativo representa mais comprometimento por parte da empresa com estratégias que privilegiam a criação de valor frente à apropriação de valor. Esse indicador de ênfase estratégica foi replicado e validado novamente no contexto norte-americano em um estudo recente que investigou como a ênfase estratégica de empresas fundidas cria valor para os acionistas (SWAMINATHAN, MURSHED, HULLAND; 2008).

O indicador de ênfase estratégica pode variar significativamente entre as diferentes indústrias. Mizik e Jacobson (2003) notaram grande variação entre a média da indústria de alimentos (0,091) e da indústria de equipamentos (-0,099). Segundo os autores, esta diferença representa a relevância que a tecnologia possui em cada uma das indústrias. Em indústrias de alta tecnologia, como a de equipamentos, a habilidade em inovar constantemente por meio do desenvolvimento de novas tecnologias e de novos produtos representa um fator-chave de sucesso. Portanto, o indicador de ênfase estratégica tende a ser negativo, pois se enfatiza mais a criação de valor viabilizada pelos gastos em P&D. Já a indústria de alimentos é de baixa tecnologia onde a diferenciação ocorre por meio das ferramentas de marketing.

Todavia, dentro de uma mesma indústria, as empresas podem optar por competir de formas diferentes, ou seja, o indicador de ênfase estratégica oscila bastante. Uma evidência clara disto é o exemplo da indústria farmacêutica norte-americana (MIZIK, JACOBSON; 2003). A média histórica do indicador de ênfase estratégica da indústria no período de 1980 a 1998 era de -0,036; ou seja, ligeiramente voltado à criação de valor. Empresas como a Johnson & Johnson (-0,026) estavam alinhadas com a média da indústria. No entanto, outras empresas se encontravam nos extremos. A Bristol-Myers Squibb destoava ao apresentar um indicador de 0,083, mais próximo da apropriação de valor e, a Genentech por apresentar um indicador de -0,136, que nitidamente demonstrava sua opção por

uma estratégia de apropriação de valor.

Por fim, o indicador de ênfase estratégica de uma empresa pode variar ao longo do tempo, representando mudança na estratégia. Mizik e Jacobson (2003) relatam o exemplo da Intel entre os anos de 1982 e 1998, como demonstrado no gráfico a seguir:

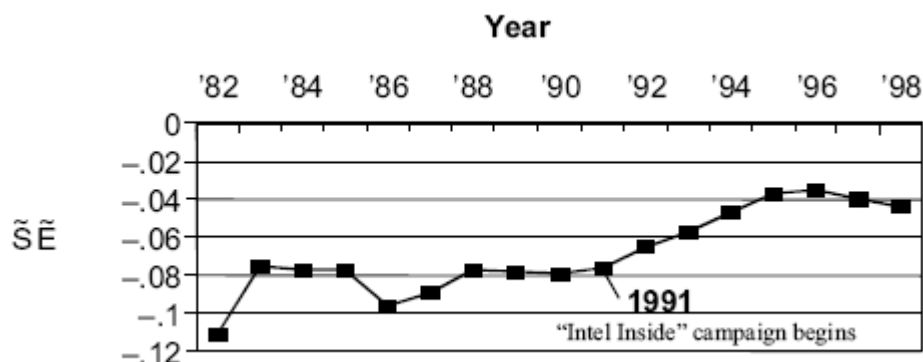


Gráfico 3- Indicador de Ênfase Estratégica para Corporação Intel entre 1982 a 1998
Fonte: Mizik e Jacobson (2003)

Em 1991 a Intel lançou a campanha “Intel Inside” como resposta às crescentes pressões competitivas. Isto marcou a mudança da estratégia da empresa ao focar em seus atributos de marca. Nota-se que não se abandonou a ênfase na capacidade de criação de valor, pois o indicador permaneceu negativo na série histórica analisada, porém as capacidades de apropriação de valor foram mais valorizadas.

2.5 OS IMPACTOS FINANCEIROS DO *TRADE-OFF* ENTRE CRIAÇÃO DE VALOR E APROPRIAÇÃO DE VALOR

Para Srivastava, Shervani e Fahey (1998), a estratégia de marketing pode ser vista como um ativo intangível que influencia o retorno futuro. Os autores enunciam quatro condutores principais do valor de qualquer estratégia:

- Aceleração dos fluxos de caixa – fluxos de caixa que ocorrem mais cedo são preferidos, porque os ajustes de tempo e risco reduzem o valor de fluxos de caixa posteriores,
- Incremento da magnitude dos fluxos de caixa – como por exemplo receitas maiores e/ou custos menores, *working capital*, e investimentos fixos;
- Redução do risco associado aos fluxos de caixa – como, por exemplo, por meio da redução tanto da volatilidade quanto da variabilidade dos fluxos de caixa – e, conseqüentemente, indiretamente, do custo de capital da empresa; e
- Valor residual do negócio – valor de longo prazo pode ser incrementado, por exemplo, pelo acréscimo do tamanho da base de clientes

Em suma, o valor da estratégia pode ser representado como o excesso de retorno futuro gerado pela empresa quando uma estratégia particular é implementada. Basicamente, o valor de uma estratégia pode ser calculado a partir do valor presente descontado dos fluxos de caixa futuros resultantes da utilização da estratégia:

$$V_i = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \quad (1)$$

Sendo:

V_i é o valor presente da estratégia de marketing (i)

CF_t é o fluxo de caixa gerado no período t resultante da utilização da estratégia de marketing (i)

t é o período de tempo da utilização da estratégia de marketing (i)

r é o custo de capital

Os impactos de uma estratégia sobre o desempenho financeiro da empresa podem ser mensurados por diversas formas (RUST *et al*; 2004). Geralmente o desempenho da estratégia adotado tem sido mensurado por indicadores contábeis como, por exemplo a margem líquida e o giro do ativo. Também é cada vez mais comum a mensuração por meio de medidas baseadas no mercado, como por exemplo, o crescimento de vendas e o q de Tobin. Recentemente, algumas pesquisas têm se utilizado de uma visão subjetiva baseada na percepção de gestores bem informados. As diferentes perspectivas possuem seus benefícios e suas limitações inerentes. O presente estudo abordará apenas as medidas contábeis e as baseadas em mercado.

2.5.1 Medidas Contábeis

As medidas contábeis podem ser categorizadas em quatro grupos segundo Gitman (2003):

- Indicadores de Liquidez: mensuram a habilidade da empresa em cumprir as obrigações financeiras de curto prazo. Os principais indicadores são: índice de liquidez geral, a liquidez seca, a liquidez corrente e a liquidez absoluta;
- Indicadores de endividamento ou estrutura de capital: medem o montante de recursos terceiros que está sendo usado na tentativa de gerar lucros, sendo as principais métricas: o índice de endividamento geral, o índice de participação de capital de terceiros e o índice exigível a longo prazo pelo ativo total;
- Indicadores de capital de giro ou de atividade: mensuram a efetividade da utilização dos recursos. São os principais indicadores: o giro do ativo, o giro dos estoques, o prazo de cobrança e o prazo de pagamento;
- Indicadores de rentabilidade: medem o grau de retorno sobre as vendas e sobre os investimentos. Seus principais índices são: o retorno sobre os ativos (ROA), o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), a margem bruta, a margem líquida e a margem operacional.

Em suma, segundo Gitman (2003), os três primeiros tipos de indicadores descritos (liquidez, endividamento e capital de giro) mensuram fundamentalmente o risco das empresas, enquanto os indicadores de rentabilidade buscam mensurar o retorno.

Já segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002) as demonstrações financeiras podem representar o desempenho financeiro da empresa segundo cinco tipos de indicadores:

- Solvência a curto prazo, ou seja, a capacidade de pagamento de obrigações a curto do prazo da empresa. São exemplos: o índice de liquidez corrente e o índice de liquidez seca;
- Atividade, isto é, a capacidade de gestão dos investimentos em ativos. São índices de atividade: o giro do ativo total, o giro de contas a receber e o giro de estoques;
- Alavancagem financeira, ou a proporção em que a empresa se apóia em recursos de terceiros. Os autores elencam como exemplos o índice de endividamento e a cobertura de juros;
- Rentabilidade, ou seja, o nível de lucratividade da empresa. A rentabilidade pode ser mensurada por meio da margem de lucro, do retorno sobre os ativos (ROA), do retorno sobre o capital próprio (ROE) e do índice de *payout*.
- Valor ou valor da empresa. Esses índices são compostos pelo preço de mercado, índice de preço/lucro (P/L), a taxa de dividendo e o valor de mercado.

Os índices contábeis são muito disseminados na mensuração do desempenho financeiro das empresas, pois representam uma tradicional fonte de informação sobre tomada de decisão dos gestores. Além disso, os dados contábeis são mais acessíveis, principalmente para empresas de capital aberto. Outro ponto favorável do uso de medidas contábeis é a alta comparabilidade entre as empresas da mesma indústria.

Os indicadores contábeis apresentam diversas limitações. São baseados no lucro contábil, estão focados apenas nos ganhos de curto prazo e remetem ao passado da empresa. Por fim, esses indicadores estão suscetíveis à eventuais alterações das suas convenções contábeis bem como das leis tributárias, o que pode distorcer a sua interpretação. Assim, uma alternativa são as medidas baseadas no mercado (ANDERSON, FORNELL, MAZVANCHERYL; 2004).

2.5.2 Medidas Baseadas no Mercado

Tradicionalmente, as pesquisas sobre desempenho financeiro utilizam-se de medidas contábeis. Nos últimos anos, as medidas baseadas em mercado isoladas ou conjuntamente com medidas contábeis tornaram-se populares (ROWE, MORROW; 1999). As métricas baseadas são mais completas do que as contábeis. Enquanto os indicadores contábeis estão centrados no desempenho passado e no curto prazo, as medidas baseadas no mercado projetam os impactos futuros no horizonte de longo prazo (SRIVASTAVA, REIBSTEIN, JOSHI; 2006).

Na prática, o cálculo do valor da estratégia é inviável pela equação 1 citada anteriormente (seção 2.5). Uma alternativa é o uso do preço da ação das hipóteses dos mercados eficientes. Nesse arcabouço teórico, o retorno anormal da ação, ou seja, a diferença entre o retorno real e o esperado a partir das características do mercado e dos riscos da empresa (FAMA; 1970), poderá prover uma estimativa sem viés das alterações do valor presente da estratégia de marketing. Todas as informações sobre o fluxo de caixa futuro são refletidas nas variações do valor atual da ação. Sendo assim, quando uma mudança imprevista na estratégia ocorre, o mercado reage e, em seguida, um novo preço de mercado é estabelecido, refletindo as implicações de longo prazo como, por exemplo, os impactos no fluxo de caixa futuro. Portanto, pode-se utilizar o retorno anormal da ação como uma estimativa da diferença do valor de mercado da empresa antes e depois da alteração da estratégia.

O retorno da ação não é ajustado ao risco. Uma empresa pode ter um alto retorno da ação e um alto risco de mercado, enquanto outra empresa pode ter um retorno da ação baixo e um risco de mercado baixo. Mesmo assim, as duas são mensurações apropriadas (ANDERSON, FORNELL, MAZVANCHERYL; 2004). Por fim, o uso de retorno anormal pode ser problemático, pois ainda há controvérsias no estabelecimento do retorno normal como comparação. (FAMA; 1998).

Uma métrica que recentemente vem ganhando espaço é o q de Tobin, principalmente no meio científico de finanças e de economia (FAMÁ, BARROS; 2000). Recentemente alguns estudos de métricas de marketing se utilizaram desse

indicador financeiro (JOSHI, HANSENS; 2004; ANDERSON, FORNELL, MAZVANCERYL; 2004, GRUCA, REGO; 2005). O denominador do q Tobin é uma métrica de usos alternativos dos ativos. Em um formato mais simplificado, o Q é definido pela razão entre Valor de Mercado da Firma e o Custo de Reposição de seus Ativos Fixos (TOBIN; 1969). Os seus diferentes níveis representam quão efetivamente os recursos estão sendo utilizados.

O q de Tobin apresenta algumas limitações. Primeiro, utiliza-se informações do mercado de ações para mensurar o valor futuro da empresa. Isso faz com que o indicador esteja sujeito a alterações repentinas do mercado e de outros fatores externos. Em segundo lugar, os ativos intangíveis, que também contribuem para o valor da empresa, não constam no cálculo da métrica (ANDERSON, FORNELL, MAZVANCERYL; 2004).

2.6 ÊNFASE ESTRATÉGICA E AS MEDIDAS FINANCEIRAS

O conceito do desempenho da empresa é multidimensional. No intuito de ter uma visão holística e multi facetada do *trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor no contexto brasileiro, o presente estudo utilizou de uma gama de variáveis de desempenho financeiro. As medidas contábeis são o giro do ativo (atividade) e a margem líquida (rentabilidade), já as métricas baseadas no mercado são o retorno da ação, o q de Tobin e o crescimento de vendas.

2.6.1 Ênfase Estratégica e Retorno da Ação

Como o objetivo do estudo é verificar os impactos financeiros da mudança da ênfase estratégica, é necessário examinar o conteúdo informacional da ênfase estratégica no retorno da ação, assim como Mizik e Jacobson (2003) fizeram no contexto norte-americano. Ou seja, será calculado até que ponto os movimentos da ênfase estratégica estão associados ao retorno da ação. Caso se encontre uma relação significativa, isso indicará que os investidores interpretam a ênfase

estratégica como influenciadores do fluxo de caixa futuro descontado.

As pesquisas em contabilidade focarem nas variáveis contábeis que influenciam o conteúdo informacional, isto é, o grau de influência que uma série é capaz de prever fluxos de caixa futuros. Todavia estudos recentes começaram a examinar o papel exercido pelas variáveis não financeiras no conteúdo informacional, como por exemplo a qualidade percebida (AAKER, JACOBSON; 1994).

Para avaliar o conteúdo informacional incremental da ênfase estratégica, pode-se regredir os retornos da ação a partir das mudanças do desempenho contábil da empresa e das mudanças da ênfase estratégica como no estudo de Mizik e Jacobson (2003). Para tal, adotou-se a mesma equação com o acréscimo da ênfase estratégica, estimando o seguinte modelo pela equação 2:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta ROA_{it} + \alpha_2 \Delta EE_{it} + \alpha_3 EE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde,

RA_{it} é o retorno da ação da empresa i ao tempo t

ΔROA_{it} é a mudança do desempenho contábil do negócio da empresa i ao tempo t

ΔEE_{it} é a mudança no indicador de ênfase estratégica adotado da empresa i ao tempo t

EE_{it} é o indicador de ênfase estratégica adotado da empresa i ao tempo t

ε_{it} é termo de erro da empresa i ao tempo t

Segundo a teoria dos mercados de ação eficientes, os investidores reagem somente às mudanças imprevistas. Assim, Mizik e Jacobson (2003) definiram as mudanças das métricas utilizadas como desvios das séries que podem ser previstas com base nas informações passadas.

A equação 2 define que as medidas financeiras, mais especificamente o retorno sobre os ativos (ROA_{it}), municiam informações tanto para o desempenho financeiro presente quanto para o desempenho financeiro futuro. Segundo Mizik e Jacobson (2003) tal efeito é estimado por α_1 ou o coeficiente de resposta de ganho, uma vez que captura as respostas do mercado de ações a partir das mudanças

imprevistas das informações contábeis da empresa.

Os indicadores contábeis, como o retorno sobre os ativos, não representam totalmente os fluxos de caixa líquido esperado a partir das oportunidades que a empresa se depara no futuro. Faz-se necessário buscar o aumento do poder de explicação, e para tal, pode-se utilizar o indicador de ênfase estratégica. Contudo, é relevante saber se os investidores encaram as mudanças na ênfase estratégica da empresa como informações adicionais que explicam as potenciais oportunidades e os seus respectivos efeitos no fluxo de caixa futuro da empresa.

A hipótese nula é que $\alpha_2 = 0$. Isto é, o indicador de ênfase estratégica não apresenta conteúdo informacional adicional. Por outro lado, quando $\alpha_2 \neq 0$ (hipótese alternativa), o indicador de ênfase estratégica possui conteúdo informacional, ou seja, os agentes do mercado financeiro percebem a mudança da ênfase estratégica como um dos fatores que explicam o fluxo de caixa futuro.

No presente estudo, parte-se do pressuposto de que a hipótese alternativa será confirmada como no contexto norte-americano, sendo que $\alpha_2 > 0$, ou seja, se a ênfase estratégica relativa tanto para apropriação de valor quanto para criação de valor apresenta impactos positivos no fluxo de caixa esperado da empresa. Isso significa que quanto mais a ênfase estratégica estiver voltada à apropriação de valor, maior será o retorno da ação. Vale ressaltar que embora a apropriação ou a criação de valor possa aumentar o desempenho da empresa, a análise dos efeitos desses dois processos através da mudança da ênfase é praticamente inexistente na literatura⁵.

2.6.2 Ênfase Estratégica e Giro do Ativo

O giro do ativo é um índice de atividade determinado pela divisão das receitas

⁵Outras pesquisas (ERICKSON, JACOBSON; 1992; JOSHI, HANSSENS; 2004) já estudaram os efeitos separados da criação de valor por meio da P&D e da apropriação de valor por meio da propaganda sobre o retorno das ações. Tais estudos são diferentes da proposta desse estudo, pois os resultados auferidos são distintos. A abordagem que examina os impactos separadamente, captura a mudança da ênfase estratégica, porém também dos gastos totais. Se uma empresa, por exemplo, gasta o mesmo montante em P&D e marketing, e dobra os investimentos em ambas capacidades, isto resulta em uma substancial alteração nas duas variáveis. Todavia, a ênfase estratégica permanece inalterada.

operacionais totais no exercício pelo valor médio do ativo total e que busca indicar com que eficácia uma empresa está utilizando todos os seus ativos (ROSS, WESTERFIELD, JAFFE; 2002).

Se o índice de giro do ativo for elevado, a empresa presumivelmente estará usando seus ativos de um modo eficaz em termos de geração de vendas. Por outro lado, se o índice for baixo, a empresa não estará utilizando todos os seus ativos no limite de sua capacidade, devendo aumentar as vendas ou se desfazer de alguns ativos.

Assim, espera-se que quanto maior for a variação da ênfase estratégica em prol da apropriação de valor, maior será o giro do ativo. Por outro lado, espera-se que quanto maior for a variação da ênfase estratégica em prol da criação de valor, menor será o giro do ativo.

2.6.3 Ênfase Estratégica e Margem Líquida

A rentabilidade é um dos atributos de mensuração mais difíceis de uma empresa (ROSS, WESTERFIELD, JAFFE; 2002). Basicamente, a rentabilidade ou lucros contábeis medem a diferença entre receitas e custos, porém não há uma única forma de fazer isso. Uma das formas de mensurar a rentabilidade é calculando a margem de lucro líquido por meio da divisão do lucro pela receita operacional total.

Entende-se que a capacidade de apropriação de valor (*exploitation*) melhora as rotinas atuais da empresa (MARCH; 1991), viabilizando a entrega de produtos e serviços a custos menores, tornando-os mais rentáveis mesmo no curto prazo e liberando recursos para que a empresa invista em outras áreas (SARKEES, 2007).

Portanto, quanto maior for a margem líquida, mais a empresa está sendo capaz de fazer um produto e/ou prestar um serviço a custo baixo ou preço elevado. Espera-se que a estratégia adotada pela empresa reflita em sua lucratividade. Assim, quanto maior for a variação da ênfase estratégica para apropriação de valor, maior será a lucratividade resultante da empresa.

2.6.4 Ênfase Estratégica e o *q de Tobin*

O *q de Tobin* pode ser utilizado de diversas maneiras. Os principais usos na área de finanças e economia são como indicador de novas oportunidades de investimentos, indício de poder de monopólio da empresa, *proxy* do valor da empresa, entre outros (FAMÁ, BARROS; 2000). Neste estudo, a métrica do *q de Tobin* foi utilizada como uma variável de valor da empresa num sentido de desempenho assim como foi verificado nos estudos de Joshi e Hanssens (2004), Anderson, Fornell e Mazvancheryl (2004) e Gruca e Rego (2005).

A interpretação do *q de Tobin* é simples. A empresa que cria valor de mercado mais do que o seu custo de reposição de ativos ($q > 1$) é percebida como uma organização que está utilizando seus recursos de forma efetiva e criando valor para seus acionistas. Estas empresas possuem alto valor de mercado e incentivos de investimento, pois suas ações estão apresentando valorização, fazendo com que o valor do capital físico investido supere seu custo (LINDENBERG, ROSS; 1981). A empresa que não cria valor incremental, possui um *q de Tobin* igual a 1. Já a empresa que possui um *q de Tobin* menor do que 1, é notada como pouco atrativa para investimentos, pois não está criando valor para os acionistas (LINDENBERG, ROSS; 1981).

A métrica do *q de Tobin* já foi utilizada em outros estudos sobre a relação entre as capacidades de *exploitation* e de *exploration*. Wang e Li (2008) verificaram quais eram os impactos da ênfase excessiva em criação de valor ou apropriação de valor frente o equilíbrio entre as duas capacidades no *q de Tobin*. Já Sarkees (2007) verificou o impacto individual de cada capacidade (*exploitation* e *exploration*) no *q de Tobin*. No entanto, nenhuma das duas pesquisas verificou o impacto da ênfase relativa entre apropriação de valor versus criação de valor proposto pelo presente estudo.

Espera-se que empresas que estejam apropriando valor relativamente mais do que criando valor, ou seja, extraindo lucros econômicos do mercado, sejam percebidas como detentoras de desempenho superior e com atrativos de novos investimentos (q maior do que 1).

2.6.5 Ênfase Estratégica e o Crescimento de Vendas

O crescimento de vendas indica o quanto a receita líquida da empresa está aumentando ou diminuindo ao longo do tempo. Esta métrica já foi utilizada previamente por outras pesquisas acadêmicas. He e Wong (2004) demonstraram que o equilíbrio entre a interação da *exploration* e da *exploitation* esta positivamente relacionado ao crescimento de vendas. Por outro lado, a ênfase excessiva em cada uma das capacidades apresenta uma associação negativa com o crescimento de vendas. Vale salientar que novamente não foi verificado o impacto da ênfase relativa entre *exploitation* e *exploration*.

O foco em refinamento e eficiência advinda da capacidade de *exploitation* ajuda a empresa a entregar seus produtos e serviços de uma forma que satisfaz a base de clientes atual (SARKEES, 2007). Isso aumenta o potencial de compras repetidas assim como boca-boca positivo que pode gerar receita adicional para a empresa (OLIVER; 1999). Assim, investimentos em marketing (apropriação de valor) por meio da gestão de clientes (ex. venda cruzada de produtos) e da gestão das marcas (ex. extensão da marca) buscam incrementar as vendas e, por conseguinte, a lucratividade da empresa.

2.7 RESPOSTAS DIFERENCIAIS PARA MUDANCAS NA ÊNFASE ESTRATÉGICA

Os impactos da mudança da ênfase estratégica nos indicadores de desempenho financeiro das empresas podem não ser iguais entre as empresas, podendo depender das condições de mercado. Três condições especificamente, testadas e validadas por Mizik e Jacobson (2003), podem influenciar o *trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor: a rentabilidade anterior da empresa, a ênfase estratégica anterior da empresa e o ambiente tecnológico que a organização esta inserida.

2.7.1 A Influência da Rentabilidade Anterior

Existem duas visões opostas quanto à influência da rentabilidade no retorno da empresa. Uma vertente defende que as empresas devem explorar as oportunidades quando estas surgem. Assim, empresas que apresentaram ganhos positivos inesperados devem focar em garantir e defender sua vantagem por meio da maior priorização das capacidades de apropriação de valor (*exploitation*). Busca-se ampliar a vantagem já conquistada. Em contraste, as empresas que apresentaram resultados abaixo do esperado deveriam buscar uma estratégia baseada na criação de valor (*exploration*). Isto porque a criação de valor presente não está sendo suficiente para justificar mais investimentos em apropriação de valor. Ou seja, a mudança é uma das soluções, uma vez que a estratégia atual não está sendo satisfatória.

Todavia, há uma visão diferente baseada na lógica da dissipação dos lucros. Para tal perspectiva, as empresas não podem se acomodar com o seu sucesso passado. Ao longo do tempo, a vantagem competitiva perde sua relevância ou é capturada pela concorrência. Portanto, as empresas não podem se basear na sustentação de suas vantagens atuais e sim criar novas vantagens com maior rapidez do que as vantagens antigas são apropriadas pelos competidores (GRANT; 1991). Isto é, uma empresa que apresenta posição financeira superior deve estar preparada para a eventual diluição de suas vantagens atuais ao focar mais em iniciativas de criação de valor.

Assim, incrementando essa nova característica a equação 2 (seção 2.6.1) previamente estabelecida, chega-se:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta ROA_{it} + \alpha_{20} \Delta EE_{it} + \alpha_{21} \Delta ROA_{it} \Delta EE_{it} + \alpha_3 EE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde:

ΔROA_{it} corresponde a efeito moderador da variação do retorno sobre o ativo na mudança da ênfase estratégica.

O α_{21} mostra se a variação do ROA (rentabilidade anterior) modera a relação entre a variação de ênfase estratégica e o retorno da ação. Se $\alpha_{21} > 0$ indica que a empresa em uma posição financeira fraca (forte) têm desempenham melhor ao enfatizarem em estratégias de criação de valor (apropriação de valor). Trata-se da lógica da exploração das oportunidades. Por outro lado, $\alpha_{21} < 0$ significa que empresas numa posição financeira fraca (forte) desempenham melhor ao enfatizar a em apropriação de valor (criação de valor). Isso representa a lógica da dissipação dos lucros.

Mizik e Jacobson (2003) revelaram que as empresas que apresentavam resultados positivos no passado (Retorno sobre o Ativo) eram mais recompensadas pelo mercado por meio do retorno da ação quando incrementavam a ênfase estratégica em prol da apropriação de valor (lógica da exploração das oportunidades).

Além das configurações testadas anteriormente por Mizik Jacobson (2003), será verificado o efeito da rentabilidade anterior como moderadora da variação da ênfase estratégica nos outros indicadores de desempenho (Giro do Ativo, Margem Líquida, o *q de Tobin* e Crescimento de Vendas).

2.7.2 A Influência da Ênfase Estratégica Anterior

A estratégia adotada pela empresa anteriormente pode também moderar a relação entre as condições da empresa e o retorno. As escolhas estratégicas que a empresa faz moldam a posição estratégica atual e, por conseguinte, a viabilidade de escolhas futuras. Isso significa que a resposta dos participantes do mercado a uma mudança imprevista da estratégia pode ser moderada pela escolha estratégica do passado. A direção do efeito moderador ainda não é muito clara na teoria.

O decréscimo dos retornos marginais pode explicar a influência exercida pela estratégia adotada no passado (MIZIK, JACOBSON; 2003). Empresas que focam nas capacidades de criação de valor seriam menos recompensadas por expandir suas capacidades de criação de valor. Da mesma forma, empresas que enfatizam as capacidades de apropriação de valor recebem menos ganhos quando aumentam os investimentos em capacidades de apropriação de valor.

Por outro lado, quanto mais as habilidades e conhecimentos da empresa se tornam mais especializados, produz-se uma expertise de difícil imitação por parte dos competidores, e, portanto, pode se tornar uma fonte de vantagem competitiva (LEI, HITT, BETTIS; 1996). Sendo assim, empresas que investem mais na criação de valor devem manter esse padrão de investimentos. Na mesma lógica, as empresas que enfatizam as capacidades de apropriação de valor devem continuar a desenvolvê-las.

A equação 3 (seção 2.7.1) modifica-se da seguinte forma:

$$RA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta ROA_{it} + \alpha_{20} \Delta EE_{it} + \alpha_{21} \Delta ROA_{it} \Delta EE_{it} + \alpha_{22} EE_{it-1} \Delta EE_{it} + \alpha_3 EE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde:

EE_{it-1} corresponde a efeito moderador da ênfase estratégica anterior na mudança da ênfase estratégica.

O α_{22} mostra se a ênfase estratégica anterior modera a relação entre a variação de ênfase estratégica e o retorno da ação. Se $\alpha_{22} < 0$ suporta a hipótese de retornos marginais decrescentes. Em contraste, se $\alpha_{22} > 0$ aceita-se a hipótese de

especialização. Mizik e Jacobson (2003) comprovaram a tese dos retornos marginais decrescentes e em contrapartida rejeitaram a hipótese da especialização.

A equação 4 colocada acima já incorpora os efeitos moderadores da ênfase estratégica anterior sobre a variação da ênfase estratégica, também será verificada para os demais indicadores de desempenho financeiro da empresa (Giro do Ativo, Margem Líquida, *q de Tobin* e Crescimento de Vendas).

2.7.3 O Papel do Ambiente Tecnológico

O papel desempenhado pelo ambiente tecnológico na resposta do mercado pode ser devido não só aos fatores específicos da empresa (rentabilidade anterior e ênfase estratégica anterior), mas também devido às características da indústria de atuação. Chandler (1994) destaca que a tecnologia é uma característica importante na diferenciação das indústrias. O autor destaca três tipos de indústrias: alta tecnologia, tecnologia estável e baixa tecnologia.

As indústrias de alta tecnologia caracterizam-se por elevados gastos em P&D, produtos que mudam constantemente, e horizontes alongados para conseguir o retorno dos investimentos. Por outro lado, as indústrias de tecnologia estável e de baixa tecnologia apresentam produtos que historicamente continuam os mesmos, sem alterações radicais. Nestas indústrias, a competição é mais funcional e estratégica do que nas indústrias de alta tecnologia. Ou seja, o desempenho, por exemplo, é baseado no aprimoramento de produtos e processos existentes e no incremento dos esforços de marketing. Isso não quer dizer que a P&D não seja importante, mas a intensidade dos investimentos é menor e voltada mais para a melhoria de produtos e reduções de custos do que no desenvolvimento de novos produtos. Um resumo dos setores de intensidade tecnológica é apresentado no quadro abaixo:

Alta Tecnologia	Tecnologia Estável	Baixa Tecnologia
Farmacêutico	Químicos	Alimento e Tabaco
Computadores	Borracha e Plástico	Têxteis

Eletrônicos	Combustível	Vestuário
Instrumentos	Máquinas Industriais	Papel e Celulose
Semicondutores	Aeronaves	Móveis e Suporte
Telecomunicações	Automobilística	Material de Construção
	Equipamento Elétrico	
	Metal	
	Indústrias transformadoras diversas	

Quadro 1 - Classificação por Setor de Intensidade Tecnológica
 Fonte: Chandler (1994)

Outra classificação similar a de Chandler (1994), é a classificação da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) de 1997, apresentada no quadro abaixo:

Alta Tecnologia	Média Alta Tecnologia	Média Baixa Tecnologia	Baixa Tecnologia
Aeroespacial	Veículos Automotores	Produtos de Borracha e de Plástico	Editorial e gráfica
Computadores	Maquinário Elétrico	Construção Naval	Têxtil e confecção
Eletrônicos de Comunicações	Químicos	Outras Manufaturas	Alimentos, bebidas e tabaco
Farmacêutico	Outros equipamentos de transporte	Produtos minerais não metálicos e metálicos	Madeira e Moveis
Instrumentos Científicos	Maquinário não elétrico	Produtos metálicos fabricados	Couro e calçados.
		Coque, produtos refinados de petróleo e de combustíveis nucleares	
		Metalurgia Básica	

Quadro 2 - Classificação por Setor de Intensidade Tecnológica
 Fonte: OCDE (1997)

A classificação de intensidade tecnológica elaborada pela OCDE possui méritos: é bastante desagregada e precisa no segmento de alta tecnologia; é atualizada e estável, conforme constatado por estudos desenvolvidos com base em indicadores diferenciados ou alternativos de intensidade tecnológica; e as linhas

divisórias entre as categorias são, portanto, menos arbitrárias (MARKWALD; 2004). Por outro lado, existem críticas a essa classificação para o contexto brasileiro. A classificação da OCDE reflete o comportamento da indústria dos países desenvolvidos em escala mundial, porém esse modelo possui importantes variantes nacionais (FURTADO, CARVALHO; 2005). Além disso, a classificação de intensidade tecnológica não inclui o setor de serviços. Todavia o estudo em questão adotou a classificação da OCDE por causa da sua ampla aceitação nas pesquisas acadêmicas.

Dado que o ambiente é mais dinâmico nas indústrias de alta tecnologia, as empresas devem investir em inovação para constantemente adotar novas tecnologias e, por conseguinte, criar novos produtos e/ou processos. Por outro lado, nas indústrias de média baixa tecnologia e de baixa tecnologia, a capacidade de apropriação de valor tende a ser mais importante, pois estes ambientes apresentam menos oportunidades de criação de valor. Assim, as empresas devem buscar manter as vantagens conquistadas. Mizik e Jacobson (2003) constataram que não havia diferença entre a ênfase estratégica nos ambientes de alta tecnologia e de tecnologia estável.

Vale ressaltar que, mesmo em indústrias de alta tecnologia e média alta tecnologia, as capacidades de apropriação de valor são tão importantes quanto as capacidades de criação de valor. É relativamente mais fácil e custa, aproximadamente, 35% menos para os competidores copiarem uma inovação do que desenvolvê-la (LEVIN, KLEVORICK, WINTER; 1987). Segundo o estudo destes autores, não é fácil nem barato imitar uma reputação ou uma marca. O mesmo ocorre no que diz respeito ao relacionamento que a empresa possui com seus clientes e seus canais. Sendo assim, dada que a efetividade das patentes é limitada, mesmo as empresas de alta tecnologia são forçadas a buscar outras formas de proteger seus lucros da concorrência.

2.8 HIPÓTESES DO ESTUDO

As hipóteses do estudo foram sintetizadas abaixo:

H₁: Existe uma associação positiva entre a variação da Ênfase Estratégica e o Retorno da Ação da empresa

H₂: Existe uma associação positiva entre a variação da Ênfase Estratégica e o Giro do Ativo da empresa

H₃: Existe uma associação positiva entre a variação da Ênfase Estratégica e a Margem Líquida da empresa

H₄: Existe uma associação positiva entre a variação da Ênfase Estratégica e o q de Tobin da empresa

H₅: Existe uma associação positiva entre a variação da Ênfase Estratégica e o Crescimento de Vendas da empresa

O referencial teórico abordou teoricamente o *trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor. Descreveu-se a ênfase estratégica que é a forma de operacionalização deste *trade-off*. Em seguida, abordou-se os impactos financeiros da ênfase estratégica segundo cinco indicadores de desempenho (Retorno da Ação, Giro do Ativo, Margem Líquida, q de Tobin e Crescimento de Vendas). Por fim, analisou-se o potencial impacto da rentabilidade anterior, da ênfase estratégica anterior e do ambiente tecnológico sobre *trade-off* de criação de valor e apropriação de valor.

3 MÉTODO

Este capítulo apresenta os procedimentos metodológicos utilizados na realização deste estudo. Primeiramente, foram descritas a amostra da pesquisa com as principais características. Em seqüência, foram apresentados os principais procedimentos utilizados na coleta de dados. Em continuidade, foram detalhadas cada uma das variáveis a serem utilizadas no estudo. Por fim, foram apresentadas as principais técnicas e procedimentos estatísticos empregados na análise dos resultados.

3.1 POPULAÇÃO E DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

Definiu-se como universo amostral as empresas brasileiras com registro ativo na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) entre 01/01/1996 a 31/12/2007; com ativo no mercado à vista em 31/12/2007 e que divulgaram os respectivos gastos com P&D por meio do balanço patrimonial, demonstração de resultado, relatório da administração, nota explicativa e/ou por e-mail.

Optou-se por empresas de capital aberto, pois:

- As empresas de capital aberto são obrigadas por lei a divulgarem publicamente e periodicamente suas demonstrações contábeis e informações financeiras à CVM;
- Em geral, essas empresas possuem um setor específico de comunicação com seus acionistas e com o público em geral que é a área de Relações com Investidores (RI), o que facilita o acesso à informações e o contato com as empresas;
- A negociação de suas ações viabiliza o cálculo de indicadores financeiros como Retorno da Ação e o *q de Tobin*.

O período de análise deste estudo foi entre o ano de 1996 e de 2007 (12 anos). Tal escolha foi proposital, pois, depois a implementação do Plano Real em 1994, o mercado financeiro brasileiro apresentou um súbito desenvolvimento, de

forma que a capitalização por meio do mercado de ações apresentou crescimento tanto em termos de volume de negócios como na eficiência alocativa (NUNES, COSTA JR, MEURER; 2005). Já o intervalo de análise foi estabelecido como anual em função da divulgação dos relatórios com os investidores obedecerem a essa periodicidade.

3.2 PROCEDIMENTO DE COLETA DE DADOS

A coleta de dados pode ser subdivida por tipo de dado coletado: os dados financeiros e os dados de pesquisa e desenvolvimento.

3.2.1 Coleta de Dados Financeiros

A coleta de dados financeiros foi realizada por meio dos relatórios entregues à CVM armazenados no banco de dados da Economatica. Esses relatórios contêm informações sobre: a empresa e sua composição do capital, as demonstrações financeiras da controladora e do grupo pela legislação societária brasileira e as informações complementares contidas nas notas explicativas. A principal vantagem da obtenção dessa fonte de dados é o fato das demonstrações serem padronizadas pela legislação societária brasileira e pelas normas e procedimentos contábeis estabelecidos pela CVM.

Segue abaixo a fonte de cada dado coletado:

Dado	Fonte
Lucro Líquido	Demonstração de Resultado
Receita Operacional Líquida	Demonstração de Resultado
Despesa com vendas	Demonstração de Resultado
Quantidade Média de ações	Bovespa
Preço Médio das Ações	Bovespa
Dividendos	Demonstração de Resultado
Passivo Circulante	Balanço Patrimonial
Ativo Total	Balanço Patrimonial
Ativo Circulante	Balanço Patrimonial
Estoque	Balanço Patrimonial
Exigível de Longo Prazo	Balanço Patrimonial

Quadro 3 - Fonte dos dados financeiros e contábeis

Fonte: elaborado pelo autor

3.2.2 Coleta de Dados de Pesquisa e Desenvolvimento

A coleta dos gastos com pesquisa e desenvolvimento apresentou duas etapas distintas conforme o potencial de obtenção dos dados: acesso aos relatórios anuais e demonstrações contábeis e contato com a área de relacionamento com os investidores.

3.2.2.1 Relatórios anuais e Demonstrações Contábeis

Inicialmente, foram procurados os gastos com pesquisa e desenvolvimento por meio das demonstrações contábeis divulgadas no site da BOVESPA (www.bovespa.com.br).

Em primeiro lugar, acessou-se o ativo diferido divulgado no balanço patrimonial (código da conta 1.02.02.04), buscando por meio de cinco palavras-chave (P&D, Pesquisa e Desenvolvimento, Tecnologia, Inovação e Desenvolvimento Tecnológico) que fazem alusão aos gastos em pesquisa e desenvolvimento.

O ativo diferido é caracterizado da seguinte forma:

“Classificam-se no ativo diferido as aplicações de recursos em despesas que contribuirão para a formação do resultado de mais de um exercício social. Estão compreendidas nesta classificação, entre outras, as despesas

de organização, custo de estudos e projetos, despesas pré-operacionais, despesas com investigação científica e tecnológica para desenvolvimento de produtos ou processos de produção e encargos incorridos com a reorganização ou reestruturação da entidade.” segundo a NPC VIII – diferido aprovada em agosto/1979 (IBRACON; 2009).

Caso algum indício de gasto em P&D fosse identificado, armazenava-se o trecho do relatório, o nome da empresa e seu respectivo código de negociação na bolsa de valores, como exemplificado no anexo A. Também alimentava-se a base de dados de uma planilha de Excel. Se nenhum gasto com P&D fosse identificado, repetia-se o procedimento junto às Notas Explicativas. Em caso de insucesso, procedia-se a mesma busca no Relatório da Administração. Se não houvesse resposta positiva, recorria-se à Demonstração de Resultado, mais especificamente às Despesas/Receitas Operacionais (código da conta 3.06). Por fim, se todas as fontes não apresentassem os gastos de P&D, os contatos da área de Relações com os Investidores (nome do diretor de RI, telefone e e-mail) foram anotados. A figura a seguir resume esse passo a passo.

Método de coleta de dados P&D

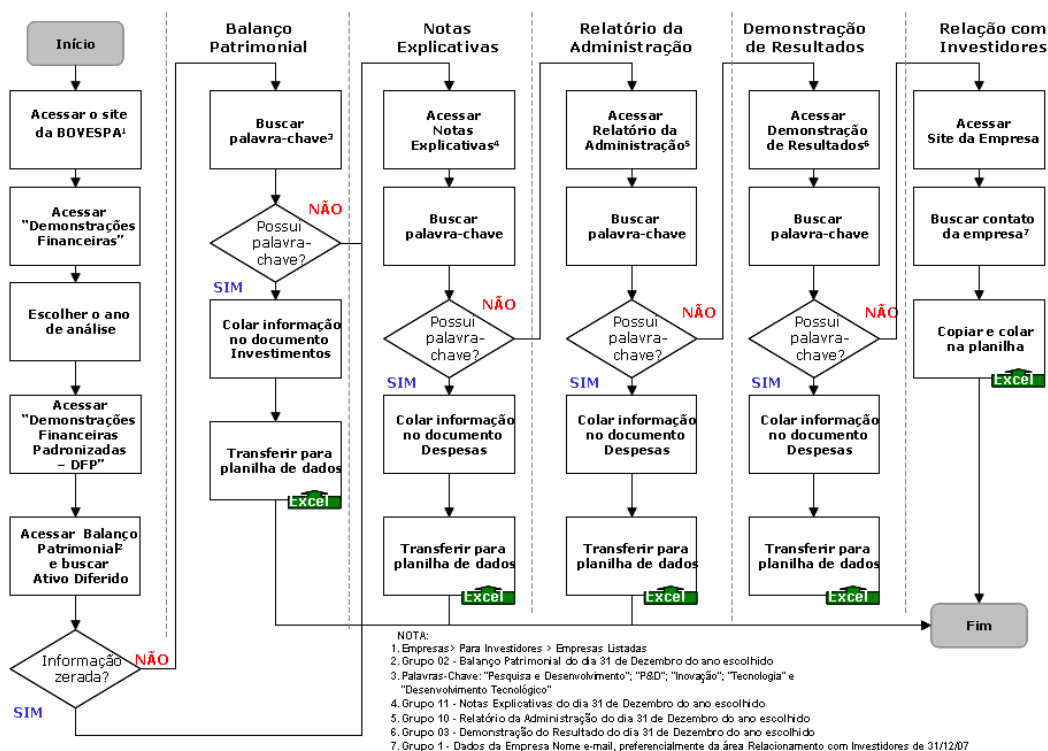


Figura 2– Passo a passo Coleta de Gastos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D)
 Fonte: elaborado pelo autor.

Ao todo cinco pesquisadores participaram dessa etapa de coleta de dados que ocorreu do dia 01 de Novembro de 2008 até 17 de Janeiro de 2009. Para cada dado coletado, seus respectivos trechos foram analisados criteriosamente para padronizar os conceitos, conforme o conceito de pesquisa e desenvolvimento descrito pelo Manual de Frascati (OCDE; 2002) que constam no anexo B.

Vale salientar que em seis empresas o gasto em P&D foi divulgado por meio de duas fontes diferentes. Nestes casos prevaleceram as demonstrações contábeis que são obrigatoriamente auditadas segundo as normas da CVM (Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultados).

3.2.2.2 Relação com Investidores (RI)

Por fim, para completar a série histórica de P&D, cada uma das 465 empresas foram contatadas. Optou-se por contatar todas as empresas, mesmo as que divulgaram os dados nas demonstrações contábeis para permitir a comparação desses dados.

No dia 25 de Janeiro de 2009, foi enviado um e-mail personalizado ao diretor da área de Relação com Investidores informado pelo site da BOVESPA, solicitando os gastos em P&D do período entre 1996 e 2007 (anexo C). Uma alternativa era informar o percentual da receita operacional líquida. Quando os dados eram disponibilizados dessa maneira, utilizou-se da receita líquida previamente coletada para calcular o gasto em P&D.

Foram enviadas 465 mensagens. Dessas mensagens, 38 (8%) não foram entregues aos destinatários por causa do e-mail inexistente ou de bloqueio da mensagem pelo servidor da empresa (*firewall*). As restantes (427) foram enviadas com sucesso, sendo que 35 ou 7,5% responderam efetivamente: 18 (3,9%) informaram o respectivo gasto em P&D e 17 empresas não informaram. As principais razões da não obtenção dos dados foram: o não investimento em P&D por parte da empresa, a recusa em divulgar os dados e a falta de tempo para levantar os dados.

Após dez dias do primeiro envio, uma nova mensagem (anexo D) foi enviada para as 438 empresas que não haviam respondido. Em 138 empresas, substituiu-se

o endereço eletrônico do diretor de relações com investidores pelo endereço eletrônico da área de relações de investidores no intuito de incrementar a resposta. Ao todo, 36 (8%) mensagens não foram entregues aos destinatários por causa do e-mail inexistente ou de bloqueio da mensagem pelo servidor da empresa (*firewall*). Dentre as 402 mensagens enviadas com sucesso, 53 (12,1%) responderam, sendo que 13 (3,0%) informaram o gasto em P&D.

Resumo dos resultados da coleta de dados por meio do contato direto com a área de RI na tabela a seguir:

Tabela 1 Resultados obtidos pela coleta de dados por meio da área de Relações com os Investidores

	Mensagem Inicial	Mensagem de Reforço	Total
Mensagens Enviadas	465	438	465
Não Entregues	38	36	36
% Não entregues	8,2%	8,2%	8%
Respostas	35	53	88
% Respostas	7,5%	12,1%	18,9%
Informaram gasto em P&D	18	13	31
% Informaram gasto em P&D	3,9%	3,0%	6,7%

Fonte: elaborado pelo autor

Das 88 empresas que divulgaram seus respectivos gastos em P&D, 14 apenas se referiram a um exercício ou ano. Desta forma, o cálculo da variação da Ênfase Estratégica se tornou inviável uma vez que seriam necessários pelo menos dois anos de histórico. Assim, essas empresas foram retiradas do estudo.

Além disso, duas empresas que divulgaram seus gastos em P&D não possuíam despesas com vendas no sistema da Economatica. Isto impossibilitou o cálculo da ênfase estratégica e, por conseguinte, da variação da Ênfase Estratégica, pois no presente estudo as despesas com vendas representam os gastos com marketing. Portanto, essas duas empresas também foram excluídas da amostra.

Após esses filtros da base de dados (pelo menos dois anos de divulgação de gastos em P&D e despesas com vendas), restaram 72 empresas na amostra final do estudo.

Assim, a amostra apresentou o seguinte perfil conforme, a fonte de dados dos gastos em P&D mostrado pelo gráfico a seguir:

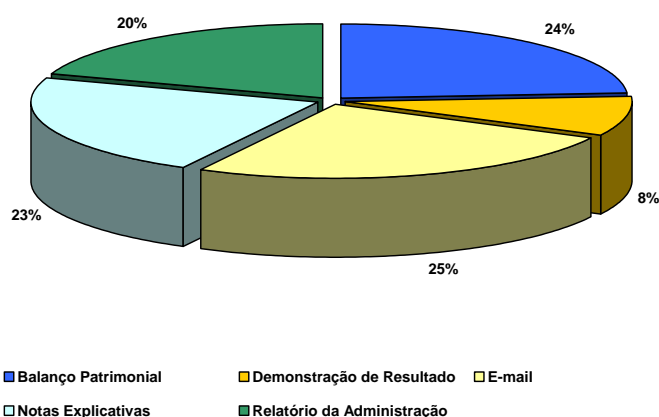


Gráfico 4 – Perfil da Amostra por fonte dos dados P&D

Fonte: elaborado pelo autor.

Nota-se que a fonte dos dados é distribuída de forma muito semelhante entre as diferentes fontes de dados. Destacam-se os dados secundários provenientes das demonstrações contábeis, pois representam cerca de 75% do total da amostra. Também é perceptível a inexistência de um padrão de divulgação dos dados.

Após a coleta dos dados, as variáveis do estudo foram operacionalizadas.

3.3 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS

As variáveis que constam na equação 4 (seção 2.7.2) foram calculadas com base nos dados coletados e conforme as fórmulas descritas abaixo. Em parênteses replicou-se a nomenclatura que foi utilizada nas análises.

Retorno da Ação (RetornodaAção_t):

Retorno da Ação_{it} = ((Quantidade de Ações Outstanding_{it} x Preço_{it}) - Dividendos_{it}) - (Quantidade de Ações Outstanding_{it-1} x Preço_{it-1}) / (Quantidade de Ações Outstanding_{it-1} x Preço_{it-1})

Giro do Ativo (GirodoAtivo_t):

$$\text{Giro do Ativo}_{it} = \text{Receita Líquida}_{it} / \text{Ativo Total}_{it}$$

Margem Líquida (MargemLíquida_t):

$$\text{Margem Líquida}_{it} = \text{Lucro Líquido}_{it} / \text{Receita Líquida}_{it}$$

q de Tobin (Tobin'sQ_t):

O cálculo segue o modelo do trabalho pioneiro de Lindenberg e Ross (1981) que é amplamente aceito na literatura:

$$Q_{it} = (\text{VMA}_{it} + D_{it}) / AT_{it}$$

Onde:

VMA: Valor de Mercado das Ações negociadas em bolsa. É calculado pela multiplicação do número de ações da empresa i pelo preço cotado no último dia de negociação do ano t.

AT_{it}: Ativo Total da empresa i no ano t

D_{it}: Valor Contábil da Dívida da empresa i no ano t, calculado como:

$$D_{it} = \text{VCPC}_{it} - \text{VCAC}_{it} + \text{VCE}_{it} + \text{VCDLP}_{it}$$

Em que:

VCPC_{it}: Valor Contábil do Passivo Circulante da empresa i no ano t

VCAC_{it}: Valor Contábil do Ativo Circulante da empresa i no ano t

VCE_{it}: Valor Contábil do Estoque da empresa i no ano t

VCDLP_{it}: Valor Contábil da Dívida de Longo Prazo da empresa i no ano t

Crescimento de Vendas (CrescimentodeVendas_t):

$$\text{Crescimento de Vendas}_{it} = (\text{Receita Líquida}_{it} - \text{Receita Líquida}_{it-1}) / \text{Receita Líquida}_{it-1}$$

Ênfase Estratégica (ÊnfaseEstrategica_t):

Mizik e Jacobson (2003) sugeriram melhorias do indicador de ênfase estratégica como pesquisas futuras. Os autores propõem que outros fatores que facilitam os processos de criação de valor e apropriação de valor, além dos gastos em P&D e gastos em propaganda, deveriam ser incorporados a ênfase estratégica.

Este estudo propõe adaptar o indicador de ênfase estratégica proposto por

Mizik e Jacobson (2003) da seguinte forma:

$$\text{Ênfase Estratégica}_{it} = \frac{\text{Gastos com Marketing}_{it} - \text{Gastos com P\&D}_{it}}{\text{Ativos}_{it}}$$

Segundo o manual de Oslo (OCDE; 1997), duas famílias básicas de indicadores de Ciência e Tecnologia (C&T) são diretamente relevantes para a mensuração da inovação: recursos direcionados à P&D e as estatísticas de patentes. Embora os gastos em P&D não reflitam todo o fenômeno de inovação dentro das organizações, optou-se por esse indicador como uma *proxy* da criação de valor, pois recentemente um estudo norte-americano comprovou que empresas que investem em P&D possuem capacidades de *exploration* (ou de criação de valor) superiores a outras empresas no setor farmacêutico norte-americano (SARKEES; 2007).

Por outro lado, os gastos em propaganda foram substituídos pelos gastos em marketing. É fato que os gastos em propaganda possuem um impacto positivo de longo prazo na capitalização da empresa (JOSHI, HANSSENS; 2004; CONCHAR, CRASK, ZINKHAN; 2005). Embora os gastos com vendas, administrativos e gerais não tenham se demonstrado como preditores da capacidade de apropriação de valor no setor farmacêutico norte-americano (SARKEES; 2007), acredita-se que os gastos com marketing (ex. promoção, força de vendas, satisfação de clientes) representam melhor os instrumentos de marketing disponíveis para apropriação de valor, conforme alguns estudos sobre o tema. Para Mizik e Jacobson (2007), as análises baseadas nos gastos de marketing apresentam testes mais poderosos do que uma análise baseada em um único gasto de marketing (ex. propaganda), pois incluem mais itens de marketing como a força de vendas e gastos com promoções.

Assim, amplia-se o leque de componentes do investimento de marketing. Segundo Pauwels *et al.* (2004), a introdução de novos produtos no mercado possui efeitos positivos e crescentes no valor da empresa. Outro investimento de marketing que pode impactar na apropriação de valor é a satisfação dos clientes. Anderson, Fornell e Mazvancheryl (2004) identificaram uma relação positiva entre a satisfação dos clientes com o q de Tobin da empresa no contexto norte-americano. Enquanto Gruca e Rego (2005) verificaram um efeito positivo da satisfação nos fluxos de caixa

futuros da empresa. Em suma, a proposta de ênfase estratégica busca uma gama maior de ferramentas de marketing, além da propaganda.

Varição da Ênfase Estratégica (VariacaoEnfaseEstrategica_t):

$$\text{Varição da Ênfase Estratégica}_{it} = \text{Ênfase Estratégica}_{it} - \text{Ênfase Estratégica}_{it-1}$$

Varição do Retorno sobre o Ativo (VariacaoROA_t):

Dado que o ROA é calculado como:

$$\text{Retorno sobre o Ativo}_{it} = \text{Lucro Líquido}_{it} / \text{Ativo Total}_{it}$$

A variação pode ser calculada como:

$$\text{Varição ROA}_{it} = \text{ROA}_{it} - \text{ROA}_{it-1}$$

Além das variáveis acima, foram calculadas duas formas de moderação da variação de ênfase estratégica por meio da ênfase estratégica anterior (**Enfase_{t-1}xEnfase_t**) e rentabilidade anterior (**ROA_{t-1}xEnfase_t**).

3.4 PROCEDIMENTO DE TRATAMENTO DOS DADOS

Antes das análises estatísticas, procedeu-se o tratamento da base de dados quanto a valores omissos (*missing value*) e valores atípicos (*outliers*).

3.4.1 Valores Omissos (*Missing Values*)

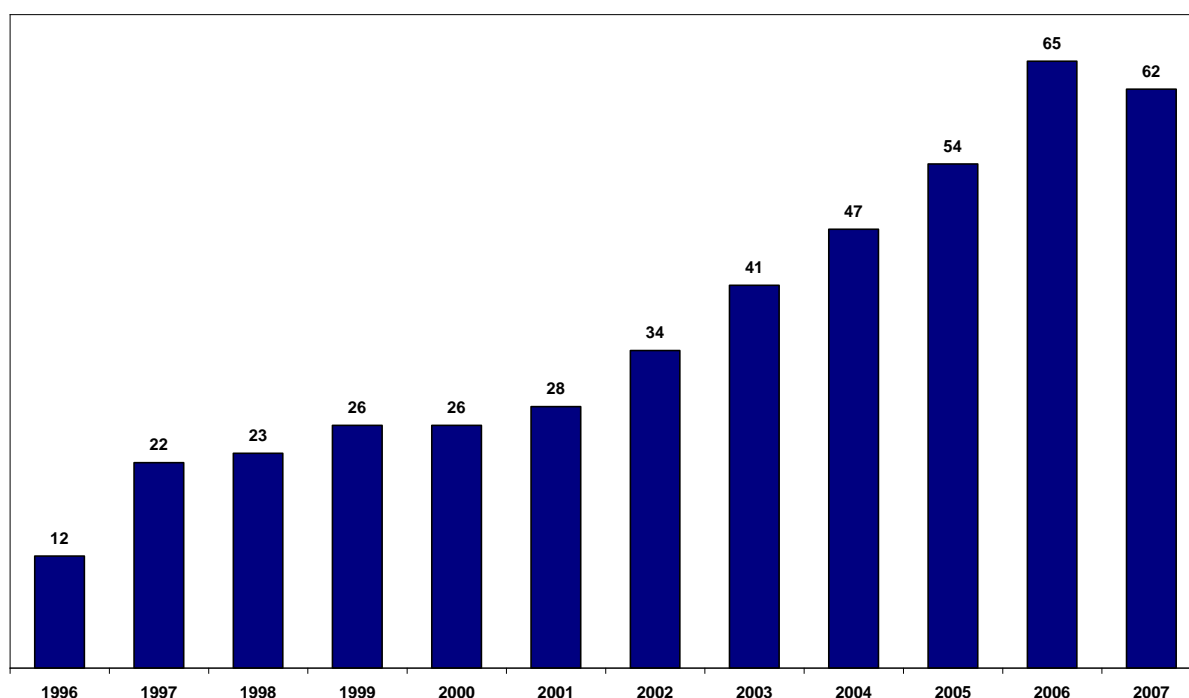
A frequência de cada uma das variáveis de 1996 a 2007 para identificar o percentual de valores omissos de cada variável é mostrado na tabela a seguir:

Tabela 2 – Análise de Valores Omissos (*Missing Value*) por variável de 1996 a 2007

	N		Omissões	
	Quantidade		Quantidade	Percentual
RetornodaAção _t	571		293	33,9
GirodoAtivo _t	733		131	15,2
MargemLiquida _t	733		131	15,2
Tobin'sQ _t	589		275	31,8
CrescimentodeVendas _t	660		204	23,6
VariacaoEnfaseEstrategica _t	356		508	58,8
VariacaoROA _t	660		204	23,6
ROA _{t-1} xEnfase _t	356		508	58,8
Enfase _{t-1} xEnfase _t	356		508	58,8
EnfaseEstrategica _t	435		429	49,7

Fonte: elaborado pelo autor

Nota-se que as variáveis “VariaçãoEnfaseEstrategica_t”, “ROA_tEnfase_t”, “Enfase_{t-1}xEnfase_t” e “EnfaseEstrategica_t” apresentam mais de 50% de valores omissos. Isso ocorre, pois muitas empresas não divulgaram os gastos de P&D (variável da ênfase estratégica) ou foram recentemente listadas na BOVESPA.

**Gráfico 5 - Quantidade de Empresas com Ênfase Estratégica – 1996 a 2007**

Fonte: elaborado pelo autor

O gráfico acima mostra que a amostra da pesquisa apresentava maior concentração nos anos mais recentes. Especula-se que o crescimento de 147% da quantidade de empresas beneficiadas pelos incentivos fiscais resultantes da Lei do

Bem⁶ de 2006 a 2007 incentivaram as empresas de capital aberto a publicarem seus respectivos gastos em P&D.

Para cada uma das variáveis dependentes, foram calculadas as correlações dicotomizadas para cada par de variáveis no intuito de avaliar a correlação de dados perdidos. Concluiu-se que os casos omissos de cada variável são perdidos ao acaso ou MAR – *missing at random* (HAIR *et al*; 1998). Tal comportamento era esperado, uma vez que muitas variáveis são derivadas de outras (ex. variáveis moderadoras).

3.4.2 Valores Atípicos (*Outliers*)

A detecção univariada de casos fora do padrão da amostra (*outliers*) foi feita por meio da análise do gráfico de boxplot (anexo E).

Com base nos gráficos e na análise cada observação, os casos citados abaixo foram considerados *outliers* e substituídos por valores omissos:

Caso	Valor Atípico
3	Variável Crescimento de Vendas (16,18657)
05	Variáveis Margem Líquida (5,102964), Variação ROA (3,014046)
55	Variável Margem Líquida (4,68932)
517	Variável Retorno da Ação (27,36665)
66	Variável Retorno da Ação (25,849315)

Quadro 4 – Valores atípicos da amostra

Fonte: elaborado pelo autor

Dada a complexidade inerente do impacto financeiro do *trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor, escolheu-se uma técnica de análise multivariada de dados, mais especificamente uma técnica de dependência: a regressão múltipla.

⁶ Lei N.º 11.196/05 de Novembro de 2005.

3.5 REGRESSÃO MÚLTIPLA

A análise de regressão múltipla é “... uma técnica estatística que pode ser utilizada para analisar a relação entre uma única variável dependente (critério) e várias independentes (preditoras) (HAIR *et al*; 1998, p.136). Dessa forma, a análise de regressão é uma técnica que se presta a fins explicativos.

Utilizou-se o modelo de regressão linear múltipla considerando as seguintes configurações:

- **Variáveis Dependentes:** Retorno da Ação, Giro do Ativo, Margem Líquida, q de Tobin e Crescimento de Vendas.
- **Variáveis Independentes:** Ênfase Estratégica, Variação da Ênfase Estratégica, Variação do Retorno sobre Ativo, Variação ROA x Variação Ênfase Estratégica e $Ênfase_{t-1}$ x Variação Ênfase Estratégica.

Para cada caso, elaborou-se uma tabela com a estimação dos parâmetros do modelo (intercepto e coeficiente angular), assim como o teste t , que verifica se cada um desses coeficientes é zero, ou seja, testa se os coeficientes são estatisticamente significativos. Apresenta-se também o coeficiente de determinação (R^2) que mostra a porcentagem da variação da variável resposta explicada pela variável explanatória (independente).

No modelo de regressão linear, foi assumido os seguintes aspectos sobre os erros:

- Erros são normalmente distribuídos e com média zero (normalidade e linearidade);
- Erros são independentes;
- A variância dos erros é constante (heterocedasticidade);

A fim de verificar se essas suposições são atendidas, o gráfico de análise dos resíduos para cada caso da regressão múltipla foi disponibilizado (anexo F). O primeiro gráfico (topo esquerdo) representa os resíduos padronizados contra o índice da observação e serve para verificar se existem *outliers* no modelo, isto é, se o valor absoluto do resíduo padronizado for maior que 3, então a observação é

considerada um *outlier*. O segundo gráfico (topo direito) mostra os resíduos padronizados contra os valores preditos e serve pra verificar se a variância é constante. Se a variância for constante, então a dispersão dos resíduos será constante ao longo do gráfico e não será observada nenhuma tendência. Os dois outros gráficos na parte inferior, qqplot e histograma dos resíduos, servem para verificar a suposição de normalidade. No qqplot espera-se que, se os erros são normais, então os pontos formarão uma linha reta. Já o histograma deveria apresentar a forma de sino, como no caso da distribuição normal.

Além das análises gráficas, para os modelos de regressão múltipla significativos foram calculados:

- O teste de Durbin-Watson que testa a autocorrelação de ordem 1 dos resíduos. Para valores entre 1,5 e 2,5 comprova-se a independências dos erros.
- O teste de Kolmogorov-Smirnov que verifica a normalidade dos resíduos. Se o p-valor for muito pequeno, menor que 0,001, então existe evidência para rejeitar a hipótese de normalidade dos resíduos.

Foram calculados três conjuntos de regressões múltiplas lineares: a *panel data* longitudinal, a regressão múltipla transversal e a regressão múltipla transversal por setor tecnológico.

3.5.1 Regressão Múltipla - Panel Data

No conjunto de dados utilizado foram coletadas observações para cada empresa em diferentes anos (1996 a 2007). No entanto, não haviam observações para todos os anos dentro de cada empresa, e isso caracterizou dados de painel não balanceados. Vale salientar que para cada análise desta técnica, foram utilizadas apenas as observações completas, ou seja, os valores faltantes foram excluídos.

A associação entre a variável resposta e as variáveis explanatórias é usualmente averiguada por meio do uso de modelos lineares. O caso mais comum destes assume que as variáveis sejam contínuas e que a associação entre a resposta e qualquer uma das explanatórias (condicionada no fato de que as demais explanatórias sejam mantidas fixas) seja linear. Adicionalmente, estes modelos

lineares assumem que as observações disponíveis sejam independentes, o que permitirá que inferências feitas a partir dos resultados observados sejam válidas.

No conjunto de dados disponível para as análises que se seguem, a hipótese de independência das observações não é completamente válida. Isto se deve ao fato de que um conjunto de empresas foi observado ao longo do tempo. Desta maneira, ao averiguar observações numa seção fixa do tempo, é possível afirmar que as observações de um dado indicador são independentes entre empresas. Por outro lado, ao estudar observações provenientes de uma empresa em particular, foi obtida uma série temporal, que estava condicionada a estruturas de correlação particulares da empresa em questão.

A aplicação dos modelos lineares, inicialmente descritos, não foi adequada para um conjunto de dados como o referido acima. Foi necessária a aplicação de técnicas que levaram em consideração a estrutura de dependência induzida pela multiplicidade de observações em cada empresa.

Deste modo, foram empregados modelos mistos e, no caso em questão, optou-se por um modelo com intercepto aleatório. Este modelo é uma extensão daquele descrito no início desta seção e adiciona interceptos específicos α_i para cada uma das empresas. Assim, o modelo pode ser representado como segue:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta^t X_{it} + \varepsilon_{it}$$

na qual α_i é o intercepto para a i -ésima empresa, β é a taxa de mudança da resposta por variação unitária do preditor X_{it} , ε_{it} é a componente de erro cuja variância quantifica a variação não-explicada no nível Empresa x Tempo.

Ao considerar a natureza aleatória destes coeficientes, induzida por características intrínsecas de cada uma das empresas, faz-se necessário estabelecer propriedades distribucionais desta variável. Métodos atualmente disponíveis fazem uso freqüente da hipótese de normalidade dos interceptos, isto é, apesar de pontualmente diferentes, os interceptos das empresas seguem uma distribuição normal com média α e variância σ_α^2 . Assim, é possível decompor o modelo acima da seguinte forma:

$$y_{it} = \alpha + \beta^t X_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it},$$

expressão na qual μ_i é uma variável aleatória de média zero e variância σ_α^2 .

Esta variável aleatória representa a diferença entre α_i e α e sua variância quantifica a variação não-explicada no nível empresa.

4 RESULTADOS

Este capítulo tem como objetivo apresentar os resultados do estudo em questão e está organizado em seis partes: o perfil da amostra; a análise univariada, a análise bivariada, a análise regressão múltipla *panel data*, a análise de regressão múltipla e a análise de regressão múltipla por setor de intensidade tecnológica. Todas as análises estatísticas foram realizadas por meio do software SPSS 15.0 for Windows e o software estatístico R versão 2.8.1.

4.1 PERFIL DA AMOSTRA

Inicialmente para entender a amostra utilizada no estudo, analisou-se o perfil das empresas segundo dois aspectos: o segmento de atuação econômica e os segmentos de intensidade tecnológica.

O perfil da amostra por segmento de atuação é caracterizado por uma diversidade de setores da economia, conforme mostra o gráfico a seguir. Destaca-se o setor de “Energia Elétrica” com 17 empresas ou 24% da amostra. Isso ocorre, pois esse setor possui muitas empresas listadas na BOVESPA e por ser obrigatório segundo a Aneel, o investimento de pelo menos 1% da receita líquida em P&D⁷. Além desse setor, chama a atenção os setores de “Máquinas e Equipamentos” e de “Material de Transporte” respectivamente com 7 (10%) e 6 (8%) das empresas da amostra.

⁷ Lei 9.991/2000 e Resolução Normativa ANEEL 219/2006

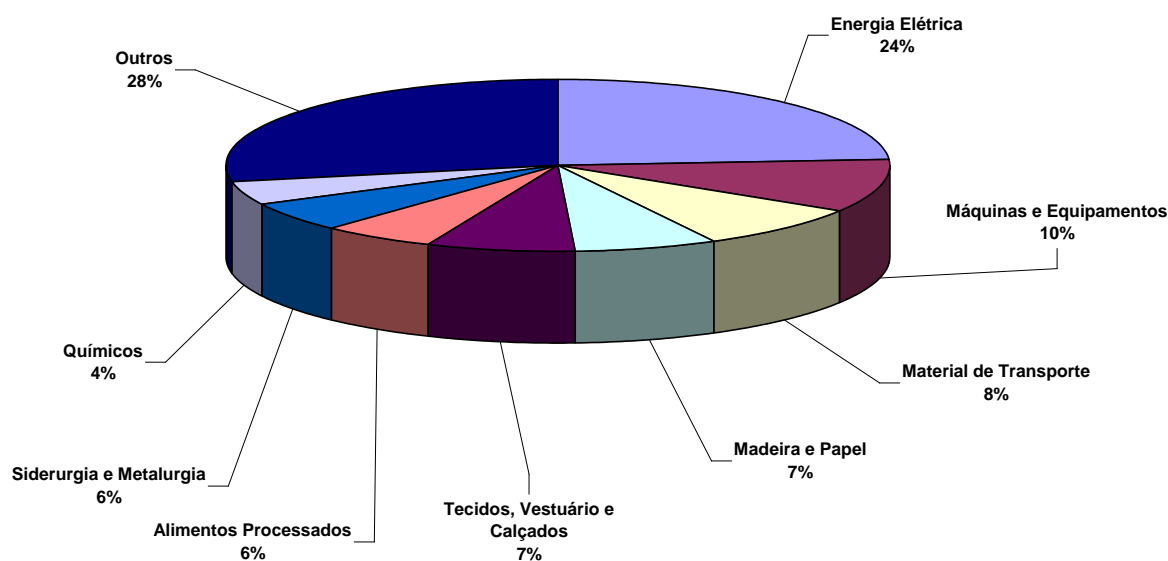


Gráfico 6 – Perfil da Amostra por Segmento de Atuação na Economia

Fonte: elaborado pelo autor

O perfil da amostra, segundo os segmentos de intensidade tecnológica da OCDE (1997), acrescidos do setor de serviços reflete o perfil da economia brasileira. O setor de serviços é o mais representativo da amostra com cerca de 33% do total (24 empresas), mostrando a tendência da economia brasileira. Adicionalmente, a amostra é composta por apenas 4 empresas de alta tecnologia (6% da amostra), o que corresponde a uma das características marcantes de economias em desenvolvimento. A economia brasileira apresenta um menor esforço tecnológico nos setores de alta tecnologia conforme constatado por Furtado e Carvalho (2005).

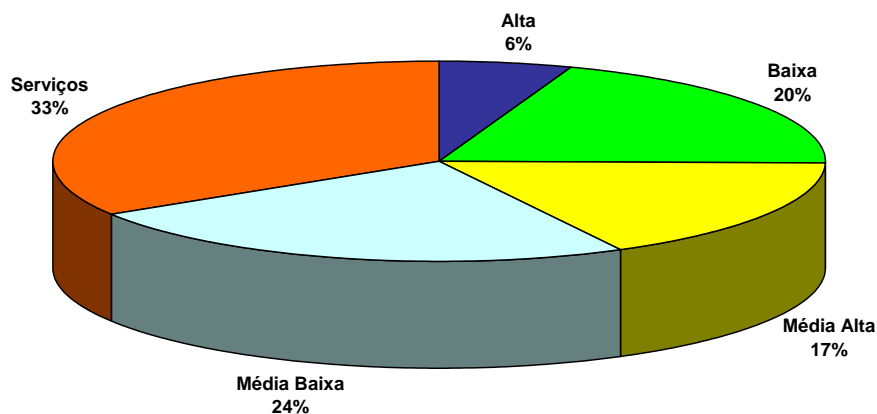


Gráfico 7 – Perfil da Amostra por Segmento de Intensidade Tecnológica
Fonte: elaborado pelo autor.

4.2 ANÁLISE UNIVARIADA

Para a análise univariada da base de dados, analisou-se os dados de uma forma transversal, apresentando os seguintes resultados mostrados pela tabela 3 a seguir.

Em média a variação da Ênfase Estratégica e a Ênfase Estratégica da amostra são positivas, sendo respectivamente 0,00116306 e 0,06355252. Isto é, as empresas da amostra estão relativamente mais voltadas à apropriação de valor do que criação de valor.

Tabela 3 - Análise Descritiva das variáveis dependentes e independentes

	Casos Válidos	Casos Omissos	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Retorno da Ação_t	569	295	,898369	7,4508728	-1,0000	173,8699
Giro do Ativo_t	733	131	,766035	,3860268	,0541	2,5259
Margem Líquida_t	731	133	,130489	,1600258	,0000	1,3590
Tobin's Q_t	589	275	1,037499	1,0354402	,0744	8,4030
Crescimento de Vendas_t	659	205	,181417	,3165247	-,6700	2,7946
Variação Enfase Estratégica_t	356	508	,00116306	,026657202	-,137381	,166268
Variação ROA_t	659	205	-,00318882	,150539820	-1,87781	1,059608
ROA_{t-1} x Enfase_t	356	508	715,5134811	2553,812523	-40,7647	9801,000000
Enfase_{t-1} x Enfase_t	356	508	-,00056477	,005306796	-,048054	,035749
Enfase Estratégica_t	435	429	,06355252	,096507205	-,386678	,523898

Fonte: elaborado pelo autor.

4.3 ANÁLISE BIVARIADA

Neste procedimento, foi calculada a correlação de Pearson entre as variáveis independentes e entre as variáveis dependentes e independentes.

A correlação entre as variáveis independentes ocorreu da seguinte forma:

Tabela 4 - Correlação de Pearson – Variáveis Independentes vs. Independentes

		<i>Variacao Ênfase Estrategica_t</i>	<i>Variacao ROA_t</i>	<i>ROA_{t-1}x Ênfase_t</i>	<i>Ênfase_{t-1} x Ênfase_t</i>	<i>Ênfase Estrategica_t</i>
Variacao Ênfase Estrategica_t	Correlação de Pearson	1	,075	,117(*)	,282(**)	,030
	Sig. (2-tailed)		,160	,027	,000	,577
	N	356	356	356	356	356
VariacaoROA_t	Correlação de Pearson	,075	1	-,073	-,035	,018
	Sig. (2-tailed)	,160		,169	,512	,712
	N	356	659	356	356	410
ROA_{t-1} x Ênfase_t	Correlação de Pearson	,117(*)	-,073	1	,083	,129(*)
	Sig. (2-tailed)	,027	,169		,116	,015
	N	356	356	356	356	356
Ênfase_{t-1} x Ênfase_t	Correlação de Pearson	,282(**)	-,035	,083	1	,147(**)
	Sig. (2-tailed)	,000	,512	,116		,006
	N	356	356	356	356	356
Ênfase Estrategica_t	Correlação de Pearson	,030	,018	,129(*)	,147(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,577	,712	,015	,006	
	N	356	410	356	356	435

* Correlação é significativa ao nível de 0,05.

** Correlação é significativa ao nível de 0,01

Fonte: elaborado pelo autor.

Algumas variáveis possuem correlação significativa entre elas (sig. de 5%). Isso já era esperado, porque algumas dessas variáveis independentes são combinações diferentes da ênfase estratégica (*VariacaoÊnfaseEstrategica_t*, *ÊnfaseEstrategica_t*, *ROA_{t-1} x Ênfase_t* e *Ênfase_{t-1} x Ênfase_t*).

A correlação entre as variáveis dependentes e as independentes se apresentou da seguinte forma:

Tabela 5: Correlação de Pearson – Variáveis Dependentes vs. Independentes

		<i>Retorno da Ação_t</i>	<i>Girodo Ativo_t</i>	<i>Margem Líquida_t</i>	<i>Tobin's Q_t</i>	<i>Crescimento de Vendas_t</i>
Varição Enfase Estrategica_t	Correlação de Pearson	-,012	,173(**)	-,072	,014	,207(**)
	Sig. (2-tailed)	,837	,001	,173	,814	,000
	N	295	356	356	295	355
Varição ROA_t	Correlação de Pearson	-,026	-,066	,231(**)	-,058	-,008
	Sig. (2-tailed)	,556	,092	,000	,175	,838
	N	529	659	658	544	658
ROA_{t-1} x Enfase_t	Correlação de Pearson	-,010	,082	-,004	,216(**)	,042
	Sig. (2-tailed)	,862	,121	,933	,000	,431
	N	295	356	356	295	355
Enfase_{t-1} x Enfase_t	Correlação de Pearson	,017	,020	-,053	-,083	-,139(**)
	Sig. (2-tailed)	,776	,712	,320	,155	,009
	N	295	356	356	295	355
Ênfase Estrategica_t	Correlação de Pearson	-,025	,475(**)	-,031	,329(**)	-,137(**)
	Sig. (2-tailed)	,647	,000	,523	,000	,005
	N	350	435	435	351	409

* Correlação é significativa ao nível de 0,05.

** Correlação é significativa ao nível de 0,01

Fonte: elaborado pelo autor.

O destaque foi a correlação positiva entre a variável independente “EnfaseEstrategica_t” e as variáveis dependentes “GirodoAtivo_t” (0,475) e o “Tobin'sQ_t” (0,329). Ao analisar isoladamente esses resultados, conclui-se que quanto maior for a Ênfase Estratégica (apropriação de valor) maior será o Giro do ativo e o *q* de Tobin.

Foram calculados três conjuntos de regressões múltiplas lineares: a *panel data* longitudinal, a regressão múltipla transversal e a regressão múltipla transversal por setor.

4.4 REGRESSÃO MÚLTIPLA *PANEL DATA*

Para calcular a regressão múltipla *panel data*, os dados foram dispostos longitudinalmente e foi utilizado o pacote do software R chamado plm (CROISSANT, MILLO, 2008).

O objetivo desta análise foi verificar a influência da variação da Ênfase Estratégica nas variáveis dependentes (Retorno da Ação, Giro do Ativo, Margem Líquida, q de Tobin e o Crescimento de Vendas), condicional no conhecimento da Variação do Retorno Sobre Ativo.

Em modelos com múltiplos preditores, deve-se observar que a interpretação dos parâmetros é condicionada pelo conhecimento das demais variáveis explanatórias, isto é, as demais variáveis devem ter seus valores fixados. Em resumo, a regressão *panel data* da equação 4 (seção 2.7.2) apresentou os resultados na tabela a seguir.

A fim de simplificar a compreensão deste modelo, foram dispostos gráficos que representam a associação da resposta em questão, Variável Dependente, com Ênfase Estratégica e/ou Variação Ênfase Estratégica conjuntamente com a Variação do Retorno Sobre Ativo, considerando-se a estrutura temporal dos dados.

Tabela 6 – Resultados Regressão Panel Data

Signif.:	<i>RetornodaAção_t</i>		<i>GirodoAtivo_t</i>		<i>MargemLiquida_t</i>		<i>Tobin'sQ_t</i>		<i>Crescimentode Vendas_t</i> (9)	
	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	
**** 0.001 *** 0.01 ** 0.05	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)
(Constante)	0,47	2,6430 (0,008**)	0,70	17,76 ($< 2.2e-16$ ***)	0,12	9,56 ($< 2.2e-16$ ***)	1,20	7,29 ($3,09e-13$ ***)	0,20	5,85 ($4,656e-09$ ***)
EnfaseEstrategica _t	3,24	2,0107 (0,04*)	1,67	6,1024 ($1.045e-09$ ***)	-0,007	-0,07 (0,94)	3,33	2,89 (0,003808**)	-0,23	-0,86 (0,38)
VariacaoEnfaseEstrategica _t	-3,79	-0,7862 (0,431)	2,04	4,6459 ($3,386e-06$ ***)	-0,63	-2,63 (0,008**)	-1,22	-0,79 (0,42)	3,70	5,16 ($2,395e-07$ ***)
VariçãoROA _t	-1,95	-1,8786 (0,060)	0,01	0,1593 (0,873)	0,71	13,98 ($< 2,2e-16$ ***)	0,38	1,15 (0,24)	-0,16	-1,0945 (0,27)
ROA _{t-1} xEnfase _t	73,92	1,7868 (0,073)	-2,85	-0,8496 (0,395)	6,157	3,64 (0,0002***)	16,17	1,32 (0,18)	-6,61	-1,3675 (0,17)
Enfase _{t-1} xEnfase _t	6,25	0,2621 (0,793)	-2,44	-0,9785 (0,327)	-0,91	-0,71 (0,47)	10,39	1,17 (0,24)	-9,43	-2,53 (0,01*)
R ²	0,05		0,32		0,37		0,14		0,08	
F-value (Sig. de F)	3,30 (0,08)		33,14 (0,000)		41,13 (0,0002)		9,50 (0,008)		6,77 (0,019)	
N	58		72		72		66		71	

Fonte: elaborado pelo autor.

4.4.1 Regressão Múltipla *Panel Data* do Retorno da Ação

Para a regressão *panel data* do Retorno da Ação, calculou-se o modelo apenas com as variáveis significativas. Não se observou a homogeneidade dos efeitos de Ênfase Estratégica, ou seja, existe uma grande variabilidade nas inclinações das retas ajustadas em cada combinação de Variação do Retorno Sobre Ativo e Ano Base. A significância estatística da associação entre Retorno da Ação e Ênfase Estratégica é marginal, conforme demonstra a tabela a seguir com a descritiva do modelo.

Tabela 7 - Modelo Ajustado da Regressão Múltipla Panel Data para Retorno da Ação

	<i>Estimate</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-value</i>	<i>Pr(> t)</i>
(Intercepto)	0,50226	0.16981	2.9579	0.003098 **
ÊnfaseEstrategica_t	3,37281	1.48239	2.2752	0.022891 *
VariaçãoROA_t	-2,53627	0.99307	-2.5540	0.010650 *
Soma dos Quadrados Totais		882,44		
Soma dos Quadrados dos Resíduos		846,07		
Estatística F		6,25 (0,002)		
N		58		

Signif.: 0 '****' 0.001 '***' 0.01 '**' 0.05 '.' 0.1 '.' 1

Fonte: elaborado pelo autor.

Para simplificar a interpretação do modelo e tendo em vista o objetivo de verificar a influência da Ênfase Estratégica no Retorno da Ação, considerou-se apenas Ênfase Estratégica como variável explanatória.

O gráfico 8 a seguir representa a associação da resposta Retorno da Ação com Ênfase Estratégica, considerando-se a estrutura temporal dos dados. Neste caso também verificou-se que não há homogeneidade dos efeitos de Ênfase

Estratégica, ou seja, existe uma grande variabilidade nas inclinações das retas ajustadas em cada Ano Base, e portanto, a significância estatística da associação entre Retorno da Ação e Ênfase Estratégica é marginal, conforme demonstra a Tabela descritiva do modelo.

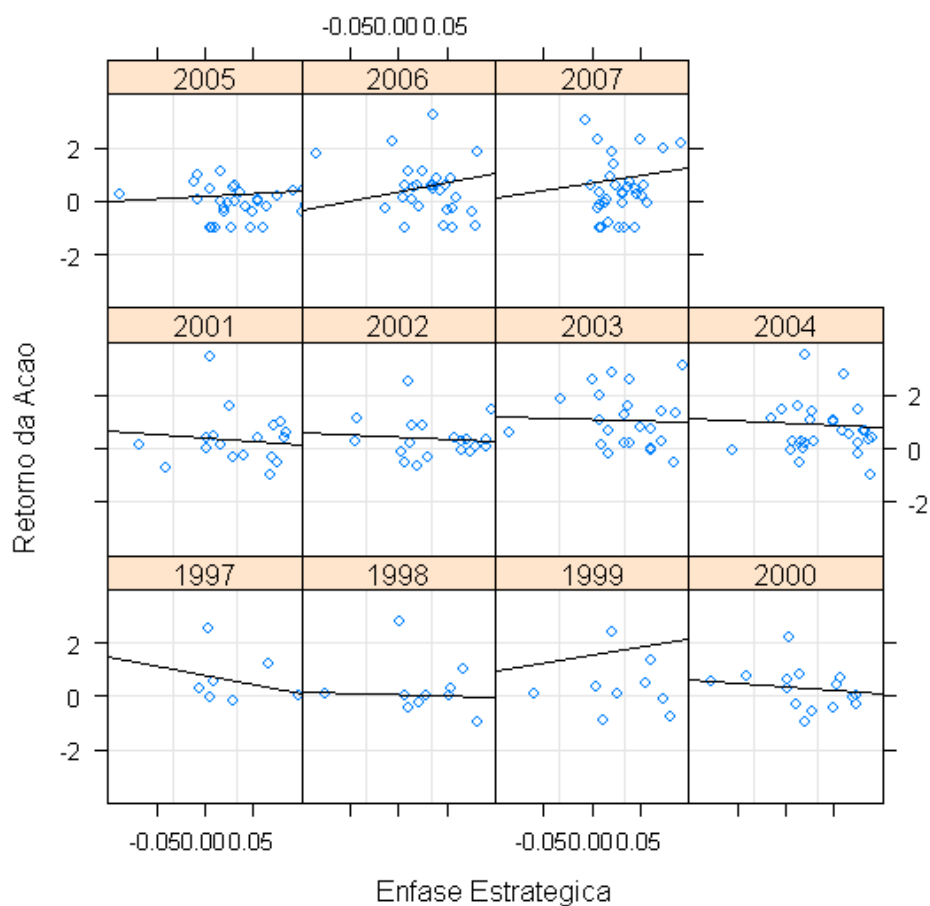


Gráfico 8 - Dispersão entre Retorno da Ação e Ênfase Estratégica para cada ano
Fonte: elaborado pelo autor.

Tabela 8: Modelo Ajustado 2 Regressão Múltipla *Panel Data* para Retorno da Ação

	<i>Estimate</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-value</i>	<i>Pr(> t)</i>
(Intercepto)	0,50339	0.16804	2.9956	0.002739 **
ÊnfaseEstrategica_t	3,19154	1.47537	2.1632	0.030524 *
Soma dos Quadrados	887,33			
Totais				
Soma dos Quadrados dos Resíduos	870,16			
Estatística F	5,75 (0,017)			
N	58			

Signif.: 0 **** 0.001 *** 0.01 ** 0.05 * 0.1 ' ' 1

Fonte: elaborado pelo autor.

4.4.2 Regressão Múltipla *Panel Data* do Giro do Ativo

Considerando o Giro do Ativo como variável resposta, a análise descrita acima foi repetida. A tabela a seguir representa a associação da resposta Giro do Ativo com Ênfase Estratégica conjuntamente com a Variação do Retorno Sobre Ativo, considerando-se a estrutura temporal dos dados. Neste caso, não existe uma grande variação dos coeficientes das retas de regressão em relação à Variação ROA e o Ano Base. Portanto, a significância estatística da associação entre Giro do Ativo e Ênfase Estratégica não é apenas marginal.

Tabela 9: Modelo 2 Regressão Múltipla *Panel Data* para Giro do Ativo

	<i>Estimate</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-value</i>	<i>Pr(> t)</i>
(Intercept)	0,708882	0.038682	18.3260	< 2.2e-16 ***
EnfaseEstrategica _t	1,607842	0.254816	6.3098	< 2.2e-16 ***
VariacaoEnfaseEstrategica _t	1,900619	0.413483	4.5966	4.294e-06 ***
Soma dos Quadrados Totais		13,062		
Soma dos Quadrados dos Resíduos		8,8528		
Estatística F		83,91 (< 2,22e-16)		
N		72		

Signif.: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Fonte: elaborado pelo autor.

Considerando apenas como variável resposta a Ênfase Estratégica, temos o seguinte modelo:

Tabela 10: Modelo Ajustado 2 Regressão Múltipla *Panel Data* para Giro do Ativo

	<i>Estimate</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-value</i>	<i>Pr(> t)</i>
(Intercept)	0,702179	0.039587	17.7376	< 2.2e-16 ***
EnfaseEstrategica _t	1,758086	0.259334	6.7792	1.208e-11 ***
Soma dos Quadrados Totais		887,33		
Soma dos Quadrados dos Resíduos		870,16		
Estatística F		5,75 (0,017)		
N		58		

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Fonte: elaborado pelo autor.

O gráfico 9 a seguir representa a associação da resposta Giro do Ativo com Ênfase Estratégica, considerando-se a estrutura temporal dos dados. Neste caso verificamos que há homogeneidade dos efeitos de Ênfase Estratégica, ou seja existe pouca variabilidade nas inclinações das retas ajustadas em cada Ano Base, e portanto, a significância estatística da associação entre Giro do Ativo e Ênfase Estratégica não é marginal.

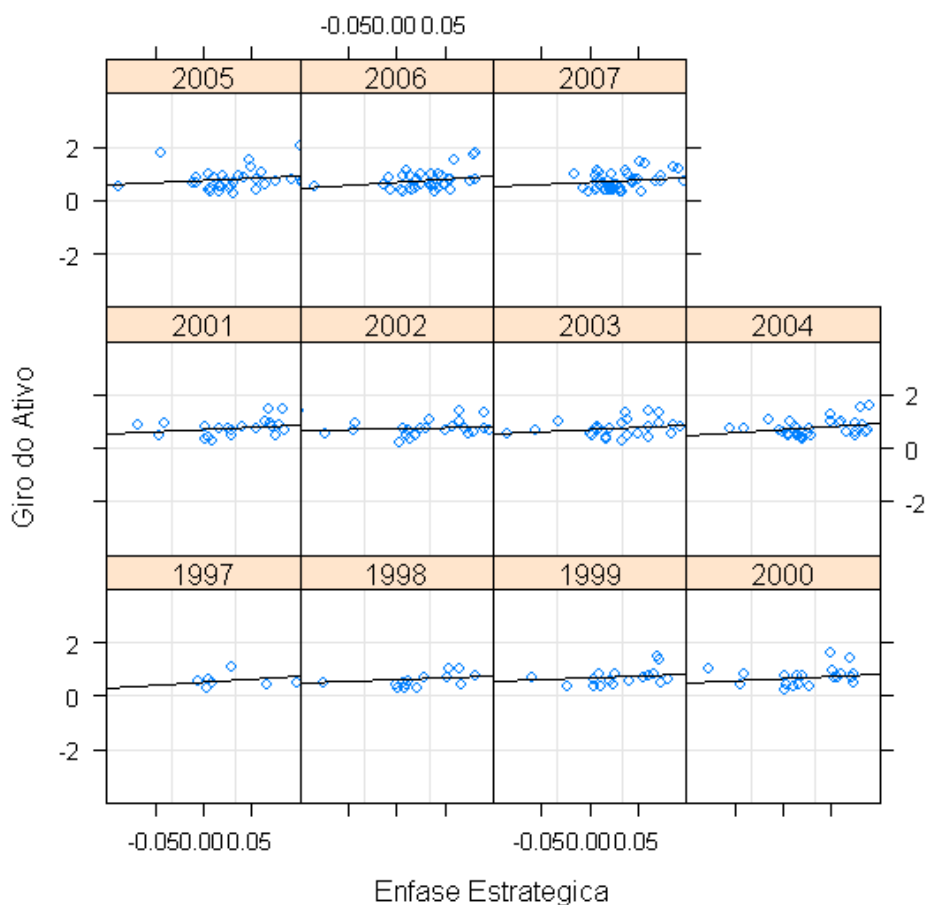


Gráfico 9 - Dispersão entre Giro do Ativo e Ênfase Estratégica para cada ano.
 Fonte: elaborado pelo autor.

4.4.3 Regressão Múltipla *Panel Data* da Margem Líquida

Considerou-se como variável dependente a Margem Líquida. Observou-se que para esse caso, as únicas variáveis estatisticamente significativas para o modelo são a Variação Ênfase Estratégica e Variação ROA. Portanto, a tabela a seguir abaixo representa a associação da resposta Margem Líquida com Variação Ênfase Estratégica, considerando-se a estrutura temporal dos dados. Nesse caso, não existe uma grande variação dos coeficientes das retas de regressão em relação a Variação da Ênfase Estratégica. A inclinação de cada reta é praticamente nula.

Tabela 11: Modelo 2 Regressão Múltipla *Panel Data* para Margem Líquida

	<i>Estimate</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-value</i>	<i>Pr(> t)</i>
(Intercept)	0,127149	0.010829	11.7421	< 2e-16 ***
VariacaoROA_t	0,659332	0.049485	13.3239	< 2e-16 ***
VariacaoÊnfaseEstrategica_t	-0,522019	0.217164	-2.4038	0.01623 *
Soma dos Quadrados Totais		4,762		
Soma dos Quadrados dos Resíduos		3,1226		
Estatística F		92,66 (< 2,22e-16)		
N		72		

Signif.: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Fonte: elaborado pelo autor.

Como observamos, na tabela acima a influência da Variação da Ênfase Estratégica é muito pequena, quando consideramos Variação ROA fixa, apesar de ser estatisticamente significativa. O modelo estimado sugere que, uma vez fixada Variação do Retorno sobre Ativo, cada acréscimo unitário na Variação da Ênfase Estratégica implica em um decréscimo médio de 0.522 unidades em Retorno de Ação. Em uma escala mais aproximada do observado no conjunto de dados, isto significa que a mudança da Variação da Ênfase Estratégica de 0.001 para 0.002 sugere um decréscimo de aproximadamente 0.00052 unidades na Margem Líquida. Se ajustarmos o modelo apenas com a Variação Ênfase Estratégica como resposta, a associação resultante é estatisticamente não significativa.

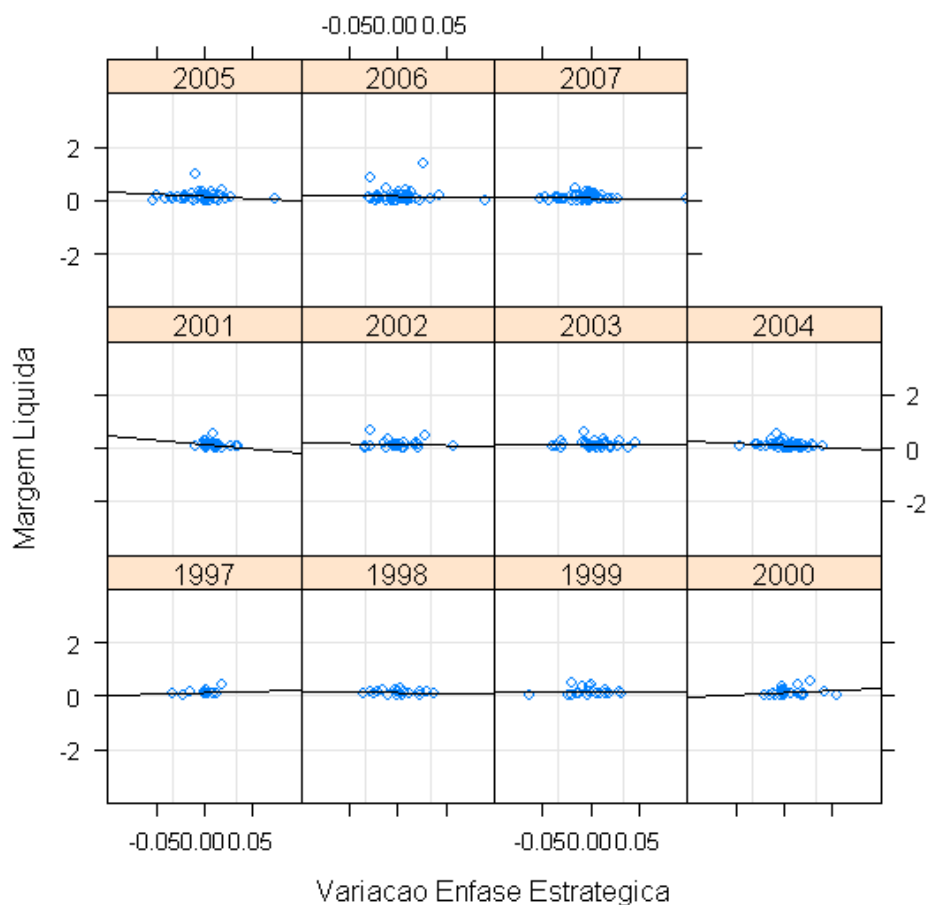


Gráfico 10- Dispersão entre Margem Líquida e Variação Ênfase Estratégica para cada ano.

Fonte: elaborado pelo autor.

4.4.4 Regressão Múltipla *Panel Data* do *q* de Tobin

Considerou-se como variável dependente o *q* de Tobin. Quando ajustamos o modelo com todas as variáveis explanatórias, apenas Ênfase Estratégica se mostra estatisticamente significativa. Sendo assim, o modelo, representado na tabela abaixo, mostra a associação entre *q* de Tobin e Ênfase Estratégica, considerando-se o efeito temporal.

Tabela 12 - Modelo 2 Regressão Múltipla Panel Data para Tobin's Q

	<i>Estimate</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-value</i>	<i>Pr(> t)</i>
(Intercept)	1,17337	0.16103	7.2865	3.181e-13 ***
ÊnfaseEstrategica_t	3,80488	1.03560	3.6741	0.0002387 ***
Soma dos Quadrados Totais		90,724		
Soma dos Quadrados dos Resíduos		78,842		
Estatística F		44,15 (1,4775e-10)		
N		66		

Signif.: 0 '****' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Fonte: elaborado pelo autor.

O modelo estimado acima sugere que a associação entre Ênfase Estratégica e o q de Tobin é estatisticamente significativa e que cada acréscimo unitário em Ênfase Estratégica implica em um acréscimo médio de 3,80 unidades em q de Tobin. Em uma escala mais aproximada do observado no conjunto de dados, isto significa que a mudança da Ênfase Estratégica de 0,04 para 0,05 sugere um aumento de aproximadamente 0.038 unidades em q de Tobin.

Analisando graficamente esta relação obtem-se a o gráfico 11 a seguir. Neste caso há grande variabilidade da reta das regressões.

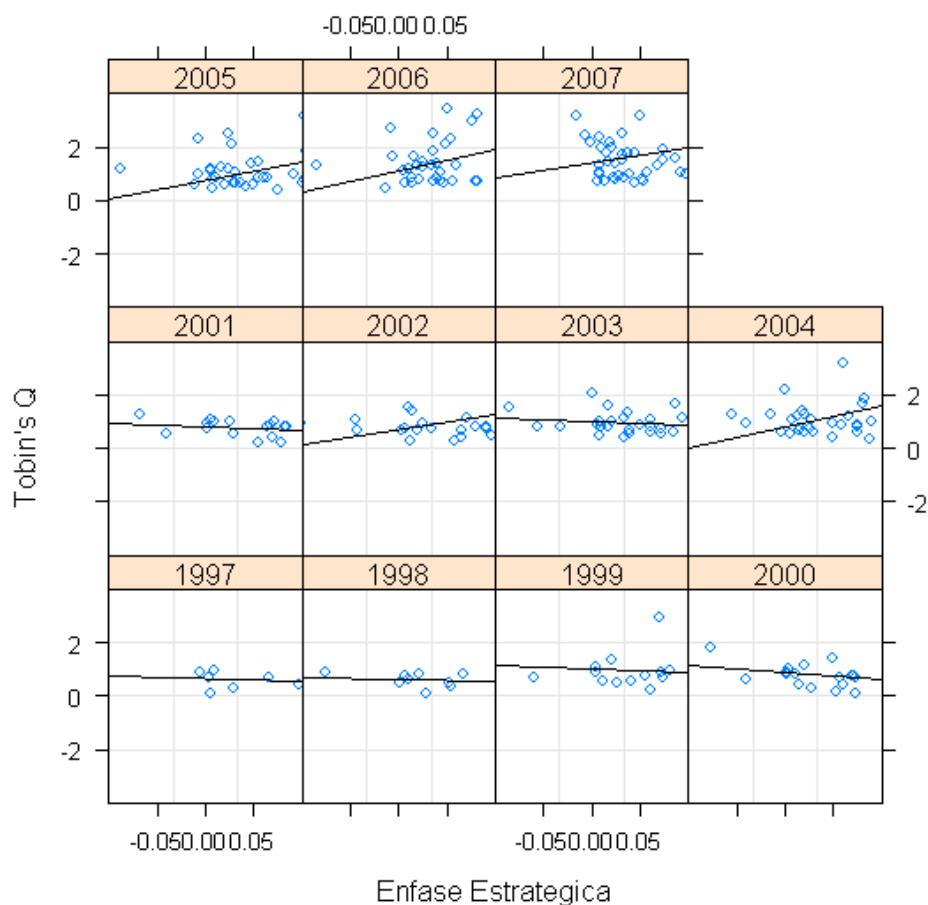


Gráfico 11 - Dispersão entre q de Tobin e Ênfase Estratégica para cada ano.
Fonte: elaborado pelo autor.

4.4.5 Regressão Múltipla *Panel Data* do Crescimento de Vendas

A última variável dependente a ser considerada foi o crescimento de vendas. Quando ajustamos o modelo com todas as variáveis explanatórias, apenas a Variação da Ênfase Estratégica se mostra estatisticamente significativa. Sendo assim, temos o modelo na tabela abaixo e no gráfico 12, que representam a associação entre o Crescimento de Vendas e a Variação da Ênfase Estratégica, considerando-se o efeito temporal.

Tabela 13 - Modelo 1 Regressão Múltipla Panel Data para Crescimento de Vendas

	<i>Estimate</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-value</i>	<i>Pr(> t)</i>
(Intercept)	0,179638	0.027319	6.5756	4.846e-11 ***
VariacaoEnfaseEstrategica_t	2,551392	0.640275	3.9848	6.753e-05 ***
Soma dos Quadrados Totais		29,018		
Soma dos Quadrados dos Resíduos		27,423		
Estatística F		20,53 (8,033e-06)		
N		71		

Signif. 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Fonte: elaborado pelo autor.

O modelo estimado sugere que a associação entre Variação da Ênfase Estratégica e Crescimento de Vendas é estatisticamente significativa e que cada acréscimo unitário em Variação da Ênfase Estratégica implica em um acréscimo médio de 2.55 unidades no Crescimento de Vendas.

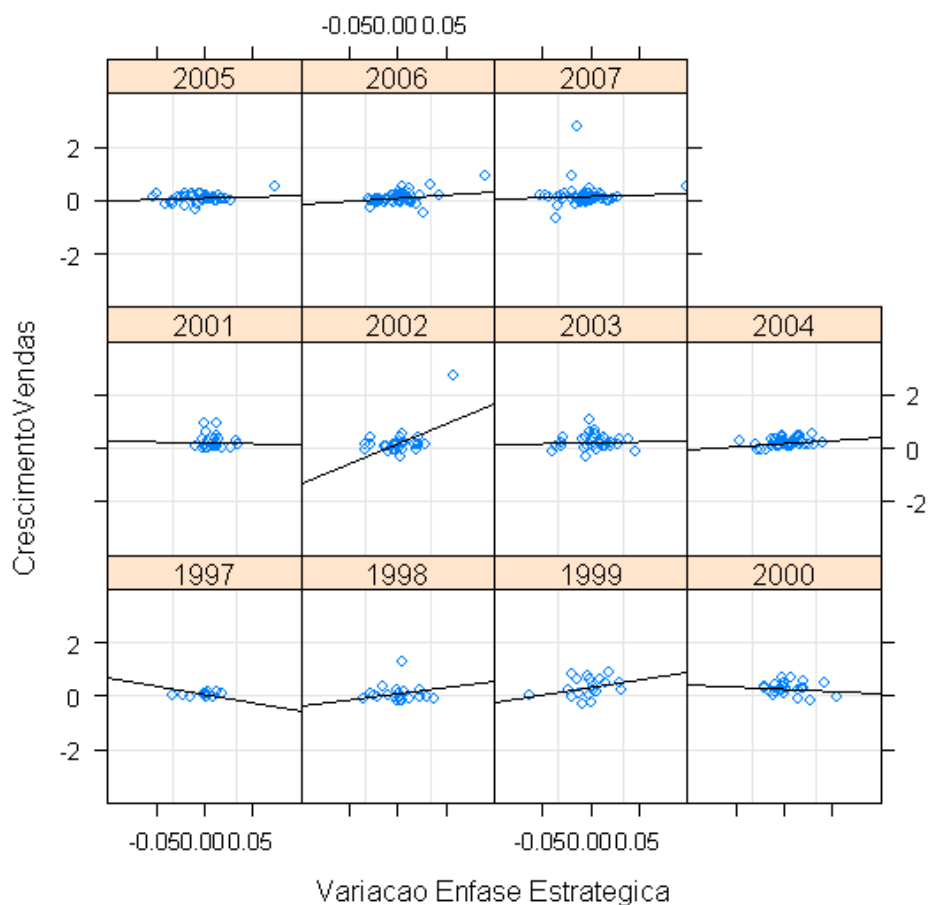


Gráfico 12 - Dispersão entre Crescimento de Vendas e Variação Ênfase Estratégica para cada ano.
 Fonte: elaborado pelo autor.

4.5 REGRESSÃO MÚLTIPLA

Para potencializar os resultados obtidos na regressão *panel data*, os dados foram organizados de forma transversal para o cálculo da regressão múltipla. Assim, calculou-se a equação 4 para cada uma das variáveis, obtendo-se os seguintes modelos:

$$\text{RetornodaAção}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{VariacaoROA}_t + \alpha_{20} \text{VariacaoÊnfaseEstrategica}_t + \alpha_{21} \text{VariacaoROA}_t \times \text{VarÊnfaseEstrategica} + \alpha_{22} \text{Ênfase}_{t-1} \times \text{Ênfase}_t + \alpha_3 \text{ÊnfaseEstrategica}_t$$

(5)

$$\text{Giro do Ativo}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{VariacaoROA}_t + \alpha_{20} \text{VariacaoEnfaseEstrategica}_t + \alpha_{21} \text{ROA}_{t-1} \times \text{Enfase}_t + \alpha_{22} \text{Enfase}_{t-1} \times \text{Enfase}_t + \alpha_3 \text{EnfaseEstrategica}_t$$

(6)

$$\text{Margem Liquida}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{VariacaoROA}_t + \alpha_{20} \text{VariacaoEnfaseEstrategica}_t + \alpha_{21} \text{ROA}_{t-1} \times \text{Enfase}_t + \alpha_{22} \text{Enfase}_{t-1} \times \text{Enfase}_t + \alpha_3 \text{EnfaseEstrategica}_t$$

(7)

$$\text{Tobin's Q}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{VariacaoROA}_t + \alpha_{20} \text{VariacaoEnfaseEstrategica}_t + \alpha_{21} \text{ROA}_{t-1} \times \text{Enfase}_t + \alpha_{22} \text{Enfase}_{t-1} \times \text{Enfase}_t + \alpha_3 \text{EnfaseEstrategica}_t$$

(8)

$$\text{Crescimento de Vendas}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{VariacaoROA}_t + \alpha_{20} \text{VariacaoEnfaseEstrategica}_t + \alpha_{21} \text{ROA}_{t-1} \times \text{Enfase}_t + \alpha_{22} \text{Enfase}_{t-1} \times \text{Enfase}_t + \alpha_3 \text{EnfaseEstrategica}_t$$

(9)

Para as equações acima, obteve-se os seguintes resultados a significância de 5%:

Tabela 14 – Resultados Regressão Múltipla

	<i>Retorno da Ação_t</i>		<i>Giro do Ativo_t</i>		<i>Margem Líquida_t</i>		<i>Tobin's Q_t</i>		<i>Crescimento de Vendas_t</i> (9)	
	(5)		(6)		(7)		(8)			
Variáveis Independentes	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)
(Constante)		1,979 (,049)	-	33,703 (,000)	-	16,762 (,000)	-	10,465 (,000)	-	9,133 (,000)
EnfaseEstrategica_t	-,024	-,378 (,706)	,495	10,637 (,000)	-,043	-,925 (,355)	,385	7,084 (,000)	-,090,	-1,737 (,083)
VariacaoEnfaseEstrategica_t	-,008	-,123 (,902)	,188	3,923 (,000)	-,118	-2,478 (,014)	,044	,796 (,427)	,273	5,087 (,000)
VariacaoROA_t		-,912 (,362)	-,009	-,199 (,842)	,536	11,773 (,000)	,008	,148 (,883)	-,040	-,786 (,432)
VarROA x VarEnfEstrat	-,012	-,197 (,844)	,005	,102 (,919)	,054	1,171 (,242)	,155	2,850 (,005)	,051	,982 (,327)
Enfase_{t-1} x VarEnfEstrat	,027	,439 (,661)	-,107	-2,218 (,027)	,001	,015 (,988)	-,168	-3,007 (,003)	-,214	-3,960 (,000)
R² ajustado	-,013		,261		,278		,183		,086	
F-value (Sig. de F)	,239 (,945)		26,027 (,000)		28,360 (,000)		14,199 (,000)		7,683 (,000)	
N	295		356		356		295		355	
Durbin-Watson	,836		2,001		1,918		1,933		1,791	
Kolmogorov-Smirnov	0,000		0,000		0,000		0,000		0,000	

Fonte: elaborado pelo autor.

Assim, como principais resultados por variável dependente:

- Retorno da Ação: o modelo da regressão não foi significativo. Tal resultado pode ser explicado devido a não normalidade dos erros. No qq plot (anexo F) não apresenta erros normais e o histograma não apresenta uma distribuição normal.
- Giro do ativo: As variáveis “VariacaoEnfaseEstrategica_t” e “EnfaseEstrategica_t” foram significativas. Por meio dos gráficos, notou-se que as suposições estatísticas da regressão múltipla foram atendidas;
 - Margem Líquida: A “VariacaoROA_t” e a “VariacaoEnfaseEstrategica_t” foram significativas. Por meio dos gráficos, notou-se que as suposições estatísticas da regressão múltipla foram atendidas;
 - *q de Tobin*: as variáveis “ROA_{t-1}xEnfase_t”, “Enfase_{t-1}xEnfase_t” e “EnfaseEstrategica_t” foram significativas. Esses resultados devem ser analisados com parcimônia, pois não observou-se variância constante dos erros;
 - Crescimento de Vendas: As variáveis “VariacaoEnfaseEstrategica_t” e “Enfase_{t-1}xEnfase_t” foram significativas. Os resultados devem ser analisados com parcimônia, pois os erros não estavam distribuídos de forma normal conforme o histograma.

Assim, para os modelos de regressão que foram significativos, calculou-se o modelo ajustado apenas com as variáveis independentes significativas. As equações resultantes foram:

$$\text{GirodoAtivo}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{EnfaseEstrategica}_t + \alpha_2 \text{VariacaoEnfaseEstrategica}_t$$

(10)

$$\text{MargemLiquida}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{VariacaoEnfaseEstrategica}_t + \alpha_2 \text{VariacaoROA}_t$$

(11)

$$\text{Tobin'sQ}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{EnfaseEstrategica}_t + \alpha_2 \text{ROA}_{t-1} \times \text{Enfase}_t + \alpha_3 \text{Enfase}_{t-1} \times \text{Enfase}_t$$

(12)

$$\text{CrescimentodeVendas}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{VariacaoEnfaseEstrategica}_t + \alpha_2 \text{Enfase}_{t-1} \times \text{Enfase}_t$$

(13)

Na tabela abaixo são resumidos os principais resultados obtidos:

Tabela 15 – Resultados Regressão *Panel Data* Modelo Ajustado

	<i>GirodoAtivo_t</i>		<i>MargemLiquida_t</i>		<i>Tobin'sQ_t</i>		<i>Crescimentode Vendas_t (13)</i>	
	(10)		(11)		(12)			
	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)
(Constante)	-	35,072 (,000)	-	20,546 (,000)	-	10,598 (,000)	-	10,294 (,000)
EnfaseEstrategica_t	,481	10,501 (,000)	n.a.	n.a.	,382	7,076 (,000)	n.a.	n.a.
VariacaoEnfaseEstrategica_t	,159	3,465 (,001)	-,112	-2,478 (,014)	n.a.	n.a.	,273	5,121 (,000)
VariacaoROA_t	n.a.	n.a.	,530	11,731 (,000)	,160	2,988 (,003)	n.a.	n.a.
ROA_{t-1}xEnfase_t	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Enfase_{t-1}xEnfase_t	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-,156	-2,920 (,004)	-,222	-4,152 (,000)
R² ajustado	,257		,280		,187		,082	
F-value (Sig. de F)	62,266 (,000)		70,103 (,000)		23,542 (,000)		16,857 (,000)	
N	356		356		295		355	
Durbin-Watson	1,981		1,938		1,935		1,771	
Kolmogorov-Smirnov	0,000		0,000		0,000		0,000	

Fonte: elaborado pelo autor.

Os setores de intensidade tecnológica podem variar sua resposta quanto à influência da ênfase estratégica. Portanto, calculou-se as regressões múltiplas para cada variável dependente segundo os 5 setores utilizados no estudo (alta tecnologia, média alta tecnologia, média baixa tecnologia, baixa tecnologia e serviços).

4.6 REGRESSÃO MÚLTIPLA POR SETOR TECNOLÓGICO

Segundo Mizik e Jacobson (2003), a Ênfase Estratégica varia conforme o contexto tecnológico que a empresa compete. A partir do gráfico 13, nota-se uma tendência. As empresas do setor de alta tecnologia possuem uma média de ênfase estratégica inferior aos ambientes de média alta e de baixa tecnologia. Ou seja, empresas do setor de alta tecnologia estão mais voltadas a criação de valor relativamente do que a apropriação de valor. Em contraste, as empresas inseridas nos setores de média alta e baixa tecnologia possuem uma estratégia que privilegia mais a apropriação de valor do que a criação de valor.

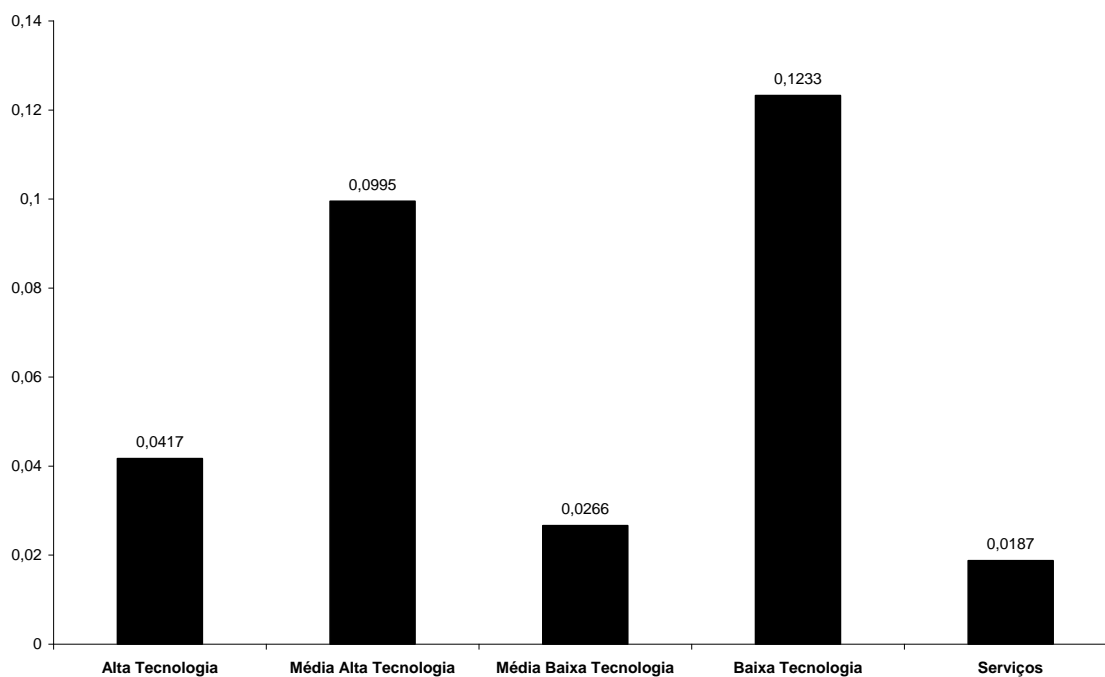


Gráfico 13 – Média da Ênfase Estratégica por Setor Tecnológico de 1996 a 2007
Fonte: elaborado pelo autor.

Nas tabelas a seguir são apresentados os resultados obtidos com a regressão múltipla por setor de intensidade tecnológica para cada variável dependente do estudo (Retorno da Ação, do Giro do Ativo, da Margem Líquida, do *q de Tobin* e do Crescimento de Vendas).

Tabela 16 - Resultados da Regressão Múltipla para Retorno da Ação por Setor Tecnológico

	<i>Alta Tecnologia</i>		<i>Média Alta Tecnologia</i>		<i>Média Baixa Tecnologia</i>		<i>Baixa Tecnologia</i>		<i>Serviços</i>	
	Beta	T (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)
(Constante)	-	,439 (,665)	-	1,351 (,184)	-	1,542 (,126)	-	,480 (,632)	-	,780 (,440)
EnfaseEstrategica_t	,155	,791 (,437)	,474	2,721 (,009)	-,046	-,433 (,666)	,150	1,246 (,217)	-,053	-,189 (,851)
VariacaoEnfaseEstrategica_t	-,681	-2,922 (,008)	-,227	-,498 (,621)	- 043	-,249 (,804)	-,006	-,023 (,982)	,415	1,507 (,140)
Varição do Retorno sobre o Ativo	-,441	-2,559 (,018)	-,006	-,041 (,968)	,067	-,627 (,532)	-,053	-,415 (,680)	,123	,806 (,425)
VarROA x VarEnfEstrat	,103	,574 (,572)	-,397	-1,953 (,057)	-,012	-,111 (,912)	-,063	-,504 (,616)	,067	,392 (,697)
Enfase_{t1}x VarEnfEstrat	-,610	-2,333 (,029)	,503	1,206 (,234)	,035	,203 (,840)	-,104	-,387 (,700)	-,401	-1,173 (,248)
R² ajustado		,344		,186		-,046		-,034		,012
F-value (Sig. de F)		3,836 (,012)		3,245 (,014)		,156 (,978)		,514 (,764)		1,112 (,370)
N		28		50		97		74		46
Durbin-Watson		,848		,395		,863		,148		,425
Kolmogorov-Smirnov		0,000		0,000		0,000		0,000		0,000

Fonte: elaborado pelo autor.

Tabela 17 - Resultados da Regressão Múltipla para Giro do Ativo por Setor Tecnológico

	<i>Alta Tecnologia</i>		<i>Média Alta Tecnologia</i>		<i>Média Baixa Tecnologia</i>		<i>Baixa Tecnologia</i>		<i>Serviços</i>	
	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)
(Constante)	-	12,511 (,000)	-	11,941 (,000)	-	27,212 (,000)	-	11,952 (,000)	-	15,753 (,000)
EnfaseEstrategica_t	,608	2,962 (,006)	,794	7,686 (,000)	,391	4,444 (,000)	,769	10,398 (,000)	,032	,291 (,772)
VariacaoEnfaseEstrategica_t	,176	,813 (,423)	-,120	-,511 (,612)	,010	,102 (,919)	,037	,217 (,829)	,628	5,273 (,000)
Varição do Retorno sobre o Ativo	,078	,459 (,650)	,033	,341 (,734)	,006	,065 (,948)	-,006	-,084 (,934)	-,225	-1,535 (,130)
VarROA x VarEnfEstrat	-,008	-,041 (,968)	-,052	-,504 (,616)	,126	1,445 (,151)	,014	,191 (,849)	,104	,999 (,322)
Enfase_{t1} x VarEnfEstrat	-,075	-,311 (,758)	,166	,747 (,458)	,004	,040 (,968)	-,017	-,099 (,922)	-,679	-4,568 (,000)
R² ajustado	,199		,540		,127		,574		0,391	
F-value (Sig. de F)	2,540 (,053)		14,858 (,000)		4,437 (,001)		22,842 (,000)		8,967 (,000)	
N	32		60		119		82		63	
Durbin-Watson	2,273		1,871		1,652		1,790		2,253	
Kolmogorov-Smirnov	0,111		0,073		0,200		0,200		0,000	

Fonte: elaborado pelo autor.

Tabela 18 - Resultados da Regressão Múltipla para Margem Líquida por Setor Tecnológico

	<i>Alta Tecnologia</i>		<i>Média Alta Tecnologia</i>		<i>Média Baixa Tecnologia</i>		<i>Baixa Tecnologia</i>		<i>Serviços</i>	
	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)
(Constante)		6,057 (,000)	-	6,880 (,000)		9,180 (,000)		10,579 (,000)		7,915 (,000)
EnfaseEstrategica_t	-,214	-,979 (,336)	-,113	-,968 (,337)	,289	3,624 (,000)	-,374	-4,410 (,000)	,309	2,787 (,007)
VariacaoEnfaseEstrategica_t	-,140	-,607 (,549)	,175	,655 (,515)	-,165	-1,904 (,059)	-,325	-1,656 (,102)	-,270	-2,216 (,031)
Varição do Retorno sobre o Ativo	,430	2,383 (,025)	,645	5,832 (,000)	,443	5,615 (,000)	,577	6,618 (,000)	,220	1,464 (,149)
VarROA x VarEnfEstrat	,053	,257 (,799)	-,058	-,490 (,626)	,137	1,732 (,086)	,053	,620 (,537)	-,046	-,434 (,666)
Enfase_{t1} x VarEnfEstrat	-,081	-,319 (,752)	-,184	-,730 (,469)	,028	,334 (,739)	,303	1,557 (,124)	-,122	-,799 (,428)
R² ajustado	,091		,409		,281		,441		,362	
F-value (Sig. de F)	1,624 (,189)		9,180 (,000)		10,220 (,000)		13,757 (,000)		8,050 (,000)	
N	32		60		119		82		63	
Durbin-Watson	2,188		1,623		2,032		1,981		1,866	
Kolmogorov-Smirnov	0,002		0,000		0,000		0,000		0,000	

Fonte: elaborado pelo autor.

Tabela 19 - Resultados da Regressão Múltipla para q de Tobin por Setor Tecnológico

	<i>Alta Tecnologia</i>		<i>Média Alta Tecnologia</i>		<i>Média Baixa Tecnologia</i>		<i>Baixa Tecnologia</i>		<i>Serviços</i>	
	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)
(Constante)		7,528 (,000)		2,670 (,010)		4,645 (,000)		9,910 (,000)		6,189 (,000)
EnfaseEstrategica_t	-,236	-1,111 (,277)	,918	9,858 (,000)	,554	5,956 (,000)	-,120	-,929 (,357)	,392	3,491 (,001)
VariacaoEnfaseEstrategica_t	,341	1,512 (,143)	-,368	-1,680 (,100)	,000	-,004 (,997)	-,039	-,141 (,889)	,224	1,775 (,083)
Varição do Retorno sobre o Ativo	-,175	-,996 (,329)	,105	1,169 (,248)	-,090	-1,000 (,320)	-,084	-,660 (,512)	-,249	-1,651 (,105)
VarROA x VarEnfEstrat	,332	1,630 (,116)	-,232	-2,479 (,017)	-,022	-,239 (,811)	,212	1,655 (,103)	,312	3,116 (,003)
Enfase_{t1} x VarEnfEstrat	,252	1,018 (,318)	,288	1,3969 (,169)	-,197	-1,829 (,071)	,046	,169 (,866)	-,559	-3,114 (,0030)
R² ajustado	,168		,653		,278		-,020		,548	
F-value (Sig. de F)	2,213 (,085)		20,930 (,000)		8,006 (,000)		,741 (,596)		13,381 (,000)	
N	31		54		92		66		52	
Durbin-Watson	1,231		1,588		1,899		1,921		1,751	
Kolmogorov-Smirnov	0,000		0,000		0,000		0,000		0,000	

Fonte: elaborado pelo autor.

Tabela 20 - Resultados da Regressão Múltipla para Crescimento de Vendas por Setor Tecnológico

	<i>Alta Tecnologia</i>		<i>Média Alta Tecnologia</i>		<i>Média Baixa Tecnologia</i>		<i>Baixa Tecnologia</i>		<i>Serviços</i>	
	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)	Beta	t (Sig.)
(Constante)	-	3,443 (,002)	-	3,264 (,002)	-	8,854 (,000)	-	4,002 (,000)	-	2,728 (,008)
EnfaseEstrategica_t	-,207	-1,567 (,129)	,016	,104 (,917)	-,153	-1,640 (,104)	-,167	-1,883 (,064)	-,201	-1,445 (,154)
VariacaoEnfaseEstrategica_t	,609	4,394 (,000)	-,110	-,316 (,753)	,117	1,149 (,253)	1,475	7,204 (,000)	,151	,772 (,443)
Varição do Retorno sobre o Ativo	,079	,727 (,474)	-,084	-,581 (,563)	-,072	-,782 (,436)	-,063	-,688 (,493)	,063	,313 (,755)
VarROA x VarEnfEstrat	,076	,608 (,549)	,147	,955 (,344)	-,128	-1,386 (,169)	-,050	-,555 (,581)	,180	1,331 (,189)
Enfase_{t1}x VarEnfEstrat	-,205	-1,334 (,194)	-,116	-,351 (,727)	,031	,308 (,759)	-1,156	-5,690 (,000)	-,100	-,497 (,621)
R² ajustado		,670		-,016		,015		,392		-,021
F-value (Sig. de F)		13,563 (,000)		,811 (,547)		1,365 (,243)		11,429 (,000)		,751 (,589)
N		32		60		119		82		62
Durbin-Watson		1,357		2,320		1,826		2,200		2,007
Kolmogorov-Smirnov		0,000		0,010		0,000		0,000		0,000

Fonte: elaborado pelo autor.

4.7 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados das regressões pode ser dividido entre regressão múltipla e regressões por setor tecnológico.

4.7.1 Resultados da Regressão Múltipla

Os resultados dos testes de hipóteses da regressão múltipla *panel data* e da regressão múltipla foram sintetizado na tabela 21.

Não foi possível testar a hipótese 1 (Retorno da Ação) e a hipótese 4 (*q de Tobin*), pois a variação da Ênfase Estratégica não foi significativa em nenhum dos modelos testados.

A hipótese 2 (Giro do Ativo) e a hipótese 5 (Crescimento de Vendas), foram confirmadas em ambas as técnicas estatísticas, ou seja, observou-se uma relação positiva entre a variação da Ênfase Estratégica e o Giro do Ativo, assim como uma relação positiva entre a variação da Ênfase Estratégica e o Crescimento de Vendas. Quanto maior for a mudança da Ênfase Estratégica em prol da apropriação de valor e em detrimento a criação de valor, maior será o Giro do Ativo e o Crescimento de Vendas da empresa.

Todavia, as relações variam quanto ao poder de explicação. Considera-se que a variação da Ênfase Estratégica praticamente não explica o Crescimento de Vendas, pois o R^2 ajustado foi de aproximadamente 5%. Por outro lado, a variação da Ênfase Estratégica compreende cerca de 28% da variância do Giro do Ativo.

A hipótese 3 (Margem Líquida) foi confirmada na regressão *panel data*, porém foi rejeitada na regressão múltipla. Não se pode concluir como é a relação entre a variação da Ênfase Estratégica e a Margem Líquida.

A rentabilidade anterior por meio da variação do Retorno sobre os Ativos moderou a relação da variação da Ênfase Estratégica e a Margem Líquida e a relação com o *q de Tobin*. Em ambos os casos, a relação das variáveis dependentes (Margem Líquida e *q de Tobin*) foi negativa. Isso significa que as empresas com

resultados positivos no passado tendem a manter sua estratégia de modo a defender sua vantagem competitiva (lógica da defesa da exploração das oportunidades). Por outro lado, as empresas com resultados negativos no passado tendem a alterar sua estratégia de modo a buscar uma nova vantagem competitiva.

A influência da Ênfase Estratégica anterior foi verificada em ambas as técnicas estatísticas empregadas. A Ênfase Estratégica do ano anterior modera a relação entre a variação da Ênfase Estratégica e: o Giro do Ativo, o *q de Tobin* e o Crescimento de Vendas. A hipótese dos retornos marginais decrescentes foi comprovada. Isto é, as empresas que focam nas capacidades de criação de valor são menos recompensadas (Giro do Ativo, *q de Tobin* e Crescimento de Vendas) ao expandir suas capacidades de criação de valor. Da mesma forma, empresas que enfatizam as capacidades de apropriação de valor recebem menos ganhos, suas vendas crescem menos, quando aumentam os investimentos em capacidades de apropriação de valor.

Adicionalmente, revelou-se que uma relação positiva entre a Ênfase Estratégica e os seguintes indicadores de desempenho: o Retorno da Ação, o Giro do Ativo, o *q de Tobin* e o Crescimento de Vendas. Isso significa que quanto maior for a ênfase estratégica (mais apropriação de valor), maior será o retorno para os acionistas em termos de Retorno da Ação, Giro do Ativo, *q de Tobin* e o Crescimento de Vendas.

Tabela 21 - Resumo dos Resultados do Teste de Hipóteses da Regressão Múltipla *Panel Data* e Regressão Múltipla.

<i>Modelos</i>	<i>Hipóteses</i>	<i>Regressão Múltipla</i>			<i>Regressão Múltipla Panel Data</i>		
		R ² ajustado ⁸	Variáveis Independentes Significativas (sig. 5%)	Avaliação	R ² ajustado	Variáveis Independentes Significativas (sig. 5%)	Avaliação
Retorno da Ação	H ₁	0,04	EnfaseEstrategica	Não significativa	-	Nenhuma foi significativa	Não significativa
Giro do Ativo	H ₂	0,32	EnfaseEstrategica, VariacaoEnfaseEstrategica	Confirmada	0,257	EnfaseEstrategica _t , VariacaoEnfaseEstrategica	Confirmada
Margem Líquida	H ₃	0,34	Varição Ênfase Estratégica	Confirmada	0,34	VariacaoEnfaseEstrategica	Rejeitada
Tobin'sQ	H ₄	0,13	EnfaseEstrategica	Não significativa	0,187	EnfaseEstrategica	Não significativa
Crescimento de Vendas	H ₅	0,05	VariacaoEnfaseEstrategica	Confirmada	0,05	VariacaoEnfaseEstrategica	Confirmada

Fonte: elaborado pelo autor.

⁸ O R² ajustado foi calculado com base na divisão entre a Soma dos Quadrados dos Resíduos sobre a Soma dos Quadrados dos Resíduos.

4.7.2 Resultados da Regressão Múltipla por Setor Tecnológico

Na tabela 22 foram resumidos os principais resultados obtidos pelas regressões por setor de intensidade tecnológica.

A hipótese 2 (Giro do Ativo) e a hipótese 5 (Crescimento de Vendas) foram reforçadas, pois a variação da Ênfase Estratégica apresentou uma relação positiva tanto com o Giro do Ativo no setor de serviços quanto com o Crescimento de Vendas no setor de baixa tecnologia e de alta tecnologia.

Já a rejeição da hipótese 3 (Margem Líquida) foi reforçada, pois a variação da Ênfase Estratégica com a Margem Líquida no setor de serviços foi negativa.

Além disso, a associação significativa entre o Retorno da Ação e a variação da Ênfase Estratégica foi negativa no setor de alta tecnologia. Especula-se que os investidores de empresas de alta tecnologia (ex. computadores, eletrônicos) esperam fluxos de caixas futuros maiores quando essas empresas buscam mais a criação de valor do que a apropriação de valor.

A rentabilidade anterior moderou os efeitos da variação da ênfase Estratégica para o q de Tobin no setor de média alta tecnologia. Isso corrobora a hipótese da dissipação dos lucros, particularmente em ambientes altamente dinâmicos (alta e média alta tecnologia). Assim, as empresas procuram não se acomodar com seu resultado financeiro superior anterior e tratam de criar novas oportunidades de criação de valor.

De uma forma geral, independentemente do setor tecnológico e do indicador financeiro mensurado, a Ênfase Estratégica anterior moderou a relação com a variação da Ênfase Estratégica de uma forma negativa. Tal tendência ocorreu para os seguintes indicadores e setores tecnológicos:

- Retorno da Ação no setor de Alta Tecnologia;
- Crescimento de Vendas no setor de Baixa Tecnologia;
- Giro do Ativo e q de Tobin no setor de Serviços.

A tese dos retornos marginais decrescentes se confirmou mais uma vez. Ou seja, a empresa busca mudar sua atuação com o passar do tempo, pois ao manter sua estratégia anterior (criação de valor ou apropriação de valor) no setor de serviços, seu q de Tobin tende a decrescer, isto é, o valor da empresa e a atração dos investidores se reduzem.

Assim, como já havia sido observado na regressão *panel data* e na regressão múltipla, a ênfase estratégica apresentou relação positiva na maioria dos setores analisados, independente do indicador de desempenho utilizado:

- Retorno da Ação no setor de alta tecnologia;
- Giro do Ativo nos setores de alta, média alta, média baixa e baixa tecnologia;
- O q de Tobin nos setores de média alta tecnologia, média baixa tecnologia e serviços.

Já a Margem Líquida foi o indicador de desempenho cujo comportamento variou entre os setores tecnológicos. Nos setores de média baixa tecnologia e de serviços, a relação entre a Ênfase Estratégica e a Margem Líquida foi significativa e positiva. Ou seja, quanto maior a Ênfase Estratégica no setor de média alta tecnologia e de serviços, maior é a rentabilidade da empresa (Margem Líquida). Por outro lado, no setor de baixa tecnologia, revelou-se uma relação oposta. Ou seja, quanto maior a Ênfase Estratégica (apropriação de valor), menor é a rentabilidade da empresa.

Tabela 22 - Resumo dos Resultados Regressão Múltipla por Setor Tecnológico

Sig. 5%	Alta Tecnologia		Média Alta Tecnologia		Média Baixa Tecnologia		Baixa Tecnologia		Serviços	
	Variável	Sinal	Variável	Sinal	Variável	Sinal	Variável	Sinal	Variável	Sinal
Retorno da Ação	Var.Ênfase Estratégica	Negativo	Ênfase Estratégica	Positivo	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.
	Variação ROA	Negativo								
	Enfase _{t1} x VarEEstra _t	Negativo								
Giro do Ativo	Ênfase Estratégica	Positivo	Ênfase Estratégica	Positivo	Ênfase Estratégica	Positivo	Ênfase Estratégica	Positivo	Var. Ênfase Estratégica	Positivo
									Enfase _{t1} x VarEEstra _t	Negativo
Margem Líquida	Variação ROA	Negativo	Variação ROA	Positivo	Ênfase Estratégica	Positivo	Ênfase Estratégica	Negativo	Ênfase Estratégica	Positivo
					Variação ROA	Positivo	Variação ROA	Negativo	Var. Ênfase Estratégica	Negativo
Tobin'sQ	N.S.	N.S.	Ênfase Estratégica	Positivo	Ênfase Estratégica	Positivo	N.S.	N.S.	Ênfase Estratégica	Positivo
									Variação ROA	Positivo
									Enfase _{t1} x VarEEstra _t	Negativo
Crescimento de Vendas	Var.Ênfase Estratégica	Positivo	Var ROA x Var.EEstra	Negativo	N.S.	N.S.	Var.Ênfase Estratégica	Positivo	N.S.	N.S.
			N.S.	N.S.	N.S.	N.S.	Enfase _{t1} x VarEEstra _t	Negativo		

Fonte: elaborado pelo autor.

5 CONCLUSÕES

O principal objetivo desta dissertação foi verificar os impactos do *trade-off* entre criação e apropriação de valor, representados pela ênfase estratégica e pela mudança da ênfase estratégica, no desempenho financeiro das empresas no contexto brasileiro.

Neste capítulo são discutidos os principais resultados do estudo, suas implicações acadêmicas e gerenciais, bem como suas limitações. Por fim, indicações de pesquisas futuras são apresentadas.

5.1 DISCUSSÕES E IMPLICAÇÕES

Este estudo mostrou que a ênfase relativa que a empresa emprega na apropriação de valor (ex. investimentos em marketing) frente à criação de valor (ex. investimentos em P&D) influencia o seu desempenho financeiro. Inicialmente, adaptou-se o indicador de ênfase estratégica testado e validado no contexto norte-americano para o contexto brasileiro. Em seguida, testou-se a influência da variação da ênfase estratégica em diversos indicadores financeiros (Retorno da Ação, Giro do Ativo, Margem Líquida, *q de Tobin* e no Crescimento de Vendas) no intuito de se obter uma visão holística e multifacetada do impacto financeiro do *trade-off* estratégico (criação de valor vs. apropriação de valor). Por fim, foram verificadas outras configurações do impacto da rentabilidade anterior e da ênfase estratégica anterior como moderadoras da mudança da ênfase estratégica e também o comportamento da variação da Ênfase Estratégica nos diferentes ambientes tecnológicos.

A adaptação do indicador da Ênfase Estratégica (apropriação de valor vs. criação de valor) proposta pelo estudo foi validada no contexto brasileiro. Ou seja, ao substituir os gastos com propaganda pelos gastos com marketing como *proxy* da apropriação de valor, foi possível mensurar o *trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor no contexto brasileiro. São exemplos disso a variação da

Ênfase Estratégica da Embraer S.A. e das Indústrias Arteb S.A. entre 1997 e 2007, conforme mostra o gráfico abaixo:

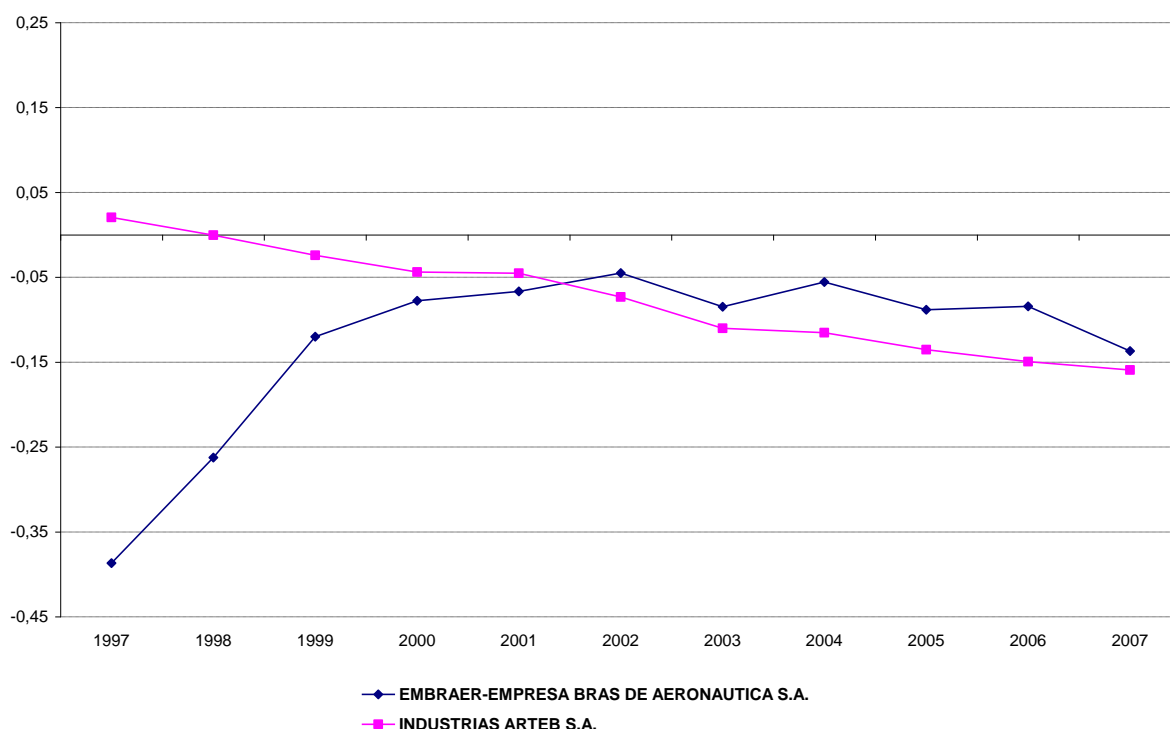


Gráfico 14- Indicador de Ênfase Estratégica para Embraer S.A. e Indústrias Arteb S.A. entre 1997 e 2007

Fonte: elaborado pelo autor.

As duas empresas ilustram situações distintas da variação da Ênfase Estratégica, uma vez que os valores positivos da Ênfase Estratégica indicam uma estratégia mais voltada à apropriação, enquanto valores negativos aproximam-se da criação de valor.

As Indústrias Arteb S.A., por meio do desenvolvimento e da produção de sistemas de iluminação para o setor automotivo (setor de média baixa tecnologia), apresentou uma ligeira mudança de estratégia, migrando da apropriação de valor para a criação de valor a partir de 1998. Em 1996, a empresa apresentava uma ênfase estratégica positiva de 0,020678, e 12 anos depois, em 2007, uma ênfase estratégica negativa de (0,159161). Isso pode ser notado por alguns indícios nos demonstrativos contábeis da empresa. Em 1999, a Arteb foi uma das primeiras empresas a implementar as novas tendências tecnológicas mundiais na produção de lentes de policarbonato e células de produção semi-automatizadas. Já em 2001, a empresa implementou o primeiro laboratório de desenvolvimento e testes de sistema de iluminação do país. Por fim, em 2005, inaugurou-se o Centro Tecnológico Arteb,

que desenvolve itens de iluminação (ARTEB; 2009). Em suma, todas essas iniciativas demonstram uma estratégia da empresa voltada cada vez mais para a criação de valor por meio de investimentos em novos produtos e tecnologias, assim como a estruturação da área de pesquisa e desenvolvimento.

Por outro lado, a Embraer S.A., representante do setor aeroespacial (setor de alta tecnologia), visivelmente migrou da criação de valor por meio do desenvolvimento de aeronaves para apropriação de valor por meio de estímulos a vendas. Em 1999, a Embraer lançou uma nova família de jatos chamada de E-Jets (EMBRAER 170/190) para o segmento de aeronaves de 70 a 122 passageiros (EMBRAER, 2009). Esses jatos apresentam baixo custo operacional (muito eficientes em consumo de combustível), são de alta velocidade, possuem baixo custo de manutenção (86% das peças e sistemas em comum) e bom nível de conforto. Graças a esses jatos, a receita da empresa subiu de R\$ 6,6 bilhões em 2003 para R\$ 10,0 bilhões em 2007 e a carteira de pedidos firmes a entregar (*backlog*) mais que dobrou. Atualmente, a Embraer é a terceira maior fabricante de aeronaves comerciais do mundo – atrás apenas da Boeing e a Airbus (ZEVALLOS; 2009).

Em geral, o estudo demonstrou que a mudança da Ênfase Estratégica em prol da capacidade de apropriação de valor e em detrimento da capacidade de criação de valor está associada ao aumento do retorno da empresa na forma de maior Giro do Ativo e de Crescimento das Vendas. Ou seja, quanto maior for a ênfase estratégica (mais voltada à apropriação de valor), a efetividade na utilização de recursos será maior (maior Giro do Ativo) e as vendas serão maiores (maior Crescimento das Vendas). Embora ambos os indicadores sejam de curto prazo, reforça-se a necessidade de investimentos na capacidade de apropriação de valor em especial na capacidade de marketing. Tais resultados reforçam os achados de Mizik e Jacobson (2003). Neste estudo, constatou-se que quanto mais a mudança da Ênfase Estratégica estava voltada para a apropriação de valor em detrimento da criação de valor, maior era o Retorno da Ação da empresa.

Vale salientar que o fato dos resultados evidenciarem a importância das capacidades de apropriação de valor, não significa que as capacidades de criação de valor devem ser descontinuadas ou colocadas em segundo plano. Isso pode ser resultado da falta de *accountability* de marketing (MOORMAN, RUST; 1999; O' SULLIVAN, ABELA; 2007). Essa dificuldade em justificar os investimentos em

marketing pode levar à redução dos recursos direcionados aos ativos de marketing (ex. marca, clientes) ou às capacidades de apropriação de valor.

Outra explicação para este resultado é a administração míope de marketing⁹. Os administradores frequentemente são incentivados para artificialmente inflarem os resultados de curto prazo por meio da redução dos gastos de marketing, mesmo que isso ocorra em detrimento dos lucros de longo prazo (MIZIK, JACOBSON, 2007). Isto acontece porque os investidores se apóiam em medidas contábeis de curto prazo para formarem suas expectativas dos lucros futuros. Assim, quando os administradores inflam os resultados de curto prazo, o preço da ação da empresa pode aumentar. No entanto, Mizik e Jacobson (2007) apresentam evidências de que as empresas se engajam na administração míope de marketing, ou seja, empresas que inflam seus resultados no curto prazo, possuem desempenho consideravelmente inferior no mercado de capitais do que as empresas que não apresentam a administração de marketing míope. Isso é decorrente dos cortes nos gastos de marketing.

A Rentabilidade Anterior influenciou a variação da Ênfase Estratégica. Mostrou-se que as empresas exploraram as oportunidades quando estas surgem (lógica da exploração das oportunidades). Ou seja, empresas que apresentaram ganhos positivos no passado focaram em garantir e defender sua vantagem por meio da priorização das capacidades de apropriação de valor. Desta forma, buscase ampliar a vantagem já conquistada (*exploitation*). Em contraste, as empresas que apresentaram resultados abaixo do esperado buscaram uma estratégia baseada na criação de valor. Isto porque a criação de valor presente não estava sendo suficiente para justificar mais investimentos em apropriação de valor. Ou seja, a mudança é uma das soluções, uma vez que a estratégia atual não estava sendo satisfatória (*exploration*). Novamente confirmam-se os achados de Mizik e Jacobson (2003). Neste estudo as empresas lucrativas no passado (com prejuízo no passado) ao enfatizarem a apropriação de valor (criação de valor) apresentaram desempenho superior por meio de um maior retorno da ação.

⁹ O conceito de administração míope de marketing foi cunhado por Mizik e Jacobson (2007) e possui semelhanças com o conceito de “miopia de marketing” de Levitt (1960). A miopia de marketing enfatiza os problemas decorrentes da definição muito estreita do negócio. Já a administração míope de marketing consiste na ênfase excessiva no desempenho financeiro de curto prazo por meio dos investimentos em marketing para inflar as medidas de rentabilidade de curto prazo.

A Ênfase Estratégica anterior moderou a variação de Ênfase Estratégica e os indicadores de desempenho na amostra total e em todos setores tecnológicos. Comprovou-se a tese do decréscimo dos retornos marginais no contexto brasileiro assim como no contexto norte-americano (MIZIK, JACOBSON; 2003). Empresas que focaram nas capacidades de criação de valor foram menos recompensadas por expandir suas capacidades de criação de valor. Da mesma forma, as empresas que enfatizaram as capacidades de apropriação de valor receberam menos ganhos quando aumentaram os investimentos em capacidades de apropriação de valor.

Por fim, foram verificadas as mudanças da variação da Ênfase Estratégica no ambiente tecnológico. De uma forma geral, os setores tecnológicos analisados possuem um comportamento semelhante.

No setor de alta tecnologia (ex. computadores, farmacêutico), a ênfase em apropriação de valor resulta em maior do Giro do Ativo e Crescimento de Vendas. No entanto, esses ganhos não se traduzem no Retorno da Ação. O setor de alta tecnologia é marcado por um ambiente dinâmico cuja competição é baseada em inovações (CHANDLER; 1994), sobretudo por meio do lançamento de novos produtos e serviços. Especula-se que quando a empresa investe nas capacidades de apropriação de valor, os investidores presentes no mercado de capitais interpretam esse movimento como uma sinalização negativa que pode reduzir a competitividade da empresa e, conseqüentemente, diminuir os fluxos de caixa futuros esperados.

Já os setores de média alta tecnologia (ex. químico, maquinário elétrico) e média baixa tecnologia (ex. combustíveis, metalurgia) apresentaram resultados parecidos. Isto é, a Ênfase Estratégica e a variação da Ênfase Estratégica mais voltada para apropriação de valor do que para a criação de valor, resulta em indicadores financeiros positivos em termos de Retorno da Ação, Giro do Ativo, q de Tobin e a Margem Líquida.

É interessante notar que no setor de média alta tecnologia, a tese da dissipação dos lucros foi comprovada. As empresas se antecipam à redução de seus lucros e mudam a estratégia inicialmente adotada, atuando de forma pró-ativa no mercado. Isso pode ser causado pelo alto dinamismo característico desses setores que reduzem rapidamente a disponibilidade de valor a ser apropriado pela empresa.

No setor de baixa tecnologia (ex. têxtil, alimentos, celulose), quanto mais a apropriação de valor é priorizada frente a criação de valor, maior é o Giro do Ativo e

o Crescimento de Vendas, menor é a Margem Líquida resultante. Este último fenômeno pode ser explicado pelo excesso de investimentos na capacidade de apropriação de valor. Como no ambiente de baixa tecnologia as oportunidades de criação de valor são poucas e, em geral, as margens praticadas são baixas, um investimento exacerbado em marketing (ex. propaganda) pode reduzir drasticamente a rentabilidade da empresa. Também deve-se levar em consideração a qualidade dos investimentos em marketing. Pauwels *et al.* (2004) verificaram que os investimentos em promoções de vendas diminuíram o valor da empresa à longo prazo, mesmo com efeitos positivos à curto prazo na receita e no lucro. Embora as promoções de vendas incrementem as receitas da empresa, isso pode ser acompanhado pelo incremento das despesas em marketing, mantendo ou até mesmo reduzindo a margem líquida da empresa.

No setor de serviços, a apropriação de valor traz resultados positivos para a empresa. É instigante notar os resultados contraditórios neste segmento. Apesar da Ênfase Estratégica voltada para a apropriação de valor ter resultado em uma Margem Líquida menor, a variação da Ênfase Estratégica voltada para criação de valor resultou em Margem Líquida maior. Especula-se que o fato do consumidor ser um co-produtor na prestação de serviços (VARGO, LUSCH; 2004) dificulte o surgimento de novos produtos/serviços. Assim, quando surge uma oportunidade de criação de valor esta comparativamente ela traz mais retorno em termos de Margem Líquida do que a apropriação valor.

5.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÃO DE PESQUISAS FUTURAS

As limitações do presente estudo podem determinar uma agenda para pesquisas futuras.

O estudo em questão utilizou os padrões de investimento para identificar a estratégia adotada pela empresa. No entanto, existem outras formas de mensuração da estratégia como, por exemplo, uma *survey* com os gestores das empresas ou a análise de conteúdo dos relatórios anuais publicados pelas empresas. Isso pode enriquecer e complementar o conhecimento atual do *trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor.

O presente estudo limitou-se a analisar o *trade-off* segundo os impactos da rentabilidade anterior, a estratégia anterior e o ambiente tecnológico conforme pesquisado por Mizik e Jacobson (2003). É possível ampliar o leque de determinantes do *trade-off* pesquisado. Recomenda-se a verificação do *trade-off* segundo a intensidade de competição da indústria e o tipo de inovação (processo ou produto), pois segundo Mansfield *et al* (1977) esses fatores influenciam a intensidade pela qual a empresa se apropria de valor. Além disso, sugere-se também como potenciais influenciadores deste *trade-off* as diferenças culturais, as condições econômicas e o estágio do ciclo de vida da empresa.

Adicionalmente, o estudo examinou o impacto financeiro do *trade-off* de criação de valor e apropriação de valor, permeando diferentes indústrias do contexto brasileiro (ex. papel e celulose, energia elétrica, etc...). Sugere-se que estudos futuros pesquisem outras unidades de análise como, por exemplo, unidades de negócio ou um setor específico, como por exemplo a pesquisa no setor farmacêutico norte-americano realizada por Sarkees (2007).

Por fim, além das métricas contábeis e de mercado empregadas no estudo, pode-se explorar o *trade-off* segundo medidas subjetivas, ou seja, métricas baseadas na percepção de respondentes bem informados.

5.3 CONCLUSÃO FINAL

A criação de valor não pode ser feita sem sua posterior apropriação. As empresas falham ao prestar insuficiente atenção na apropriação do valor. Conseqüentemente, essas empresas podem não assegurar as recompensas provenientes de suas capacidades de criação de valor, e, por conseguinte, conquistar a vantagem competitiva sustentável. Assim, a apropriação de valor por meio da capacidade de marketing aumenta o desempenho financeiro da empresa, legitimando cada vez mais o marketing na organização.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AAKER, David A.; JACOBSON, Robert., The Financial Information Content of Perceived Quality, *Journal of Marketing Research*, v. 31, n. 2, p. 191–201, 1994.

AMBLER, Tim, BHATTACHARYA, C. B., EDELL, Julie; KELLER, Kevin Lane, LEMON, Katherine N., MITTAL, Vikas., Relating Brand and Customer Perspectives on Marketing Management, *Journal of Service Research*, v. 5, n. 1, p.13-25, 2002.

AMIT, Raphael; SCHOEMAKER, Paul J.H., Strategic Assets and Organizational Rents, *Strategic Management Journal*, v. 14, n. 1, p. 33-46, 1993.

ANDERSON, Eugene W., FORNELL, Claes ; MAZVANCHERYL, Sanal K., Customer Satisfaction and Shareholder Value, *Journal of Marketing*, v. 68, n. 4, p. 172-185, 2004.

ARTEB. Indústrias Ardeb

http://www.arteb.com.br/novo/imagens_arquivos_idiomas/bra/index_01.php?menu=02&id_reg=02 Acesso em 28/03/09

BARNEY, Jay B., Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management*, v.17, n.1, p.99-120, 1991.

BENNER, Mary, J. TUSHMAN, Michael., Exploitation, Exploration, and Process Management: The Productivity Dilemma Revisited, *Academy of Management Review*, v. 28, n. 2, p. 238-256, 2003.

BLACKFRIARS Communications (2005), “Blackfriars Marketing Index Spikes to 178 in Q3,” (August 26), (accessado Março 3, 2008), [available at <http://www.blackfriarsinc.com/m05q3-release.html>].

BORDEAUX-REGO, Bruno (2008)., *Trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor: reflexões críticas acerca dos impactos financeiros nas empresas no contexto brasileiro, *XXV Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica*, , Brasília, 2008.

BOULDING, William; LEE, Eunkyu., Differentiation Via the Marketing Mix, *Marketing Letters*, v. 3, n. 4, p. 343–56, 1992.

BOVESPA Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Noticias/090107NotA.asp> Acesso em: 03/04/2009.

CAPON, Noel; FARLEY, John U., HOENING, Scott., Determinants of Financial Performance: A Meta-Analysis, *Management Science*, v. 36, n. 10, p. 1143–1159, 1990.

CHANDLER, Alfred D., The Competitive Performance of U.S. Industrial Enterprises since the Second World War, *The Business History Review*, v. 68, n. 1, p. 1–72, 1994.

COHEN, W.M., NELSON, R.R.; WALSH, J.P., Protecting their intellectual assets: Appropriability condition and why U.S. manufacturing firms patent or not. Working paper n. 7552, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2000.

CONCHAR, Margy P., CRASK, Melvin R. ZINKHAN, George M., Market Valuation Models of the Effect of Advertising and Promotional Spending: A Review and Meta-Analysis, *Journal of the Academy of Marketing Science*, V. 33, N. 4, p. 445-460, 2005.

CROISSANT, Yves, MILLO, Giovanni., Panel Data Econometrics in R: The plm Package, *Journal of Statistical Software*, v. 27, n. 2, p. 1-43, 2008.

DAY, George S., The Capabilities of Market-Driven Organizations, *Journal of Marketing*, v. 58, n. 4, p. 37–53, 1994.

DAY, George S., WITZ, Barton., WENSLEY, Robin. The Interface of Marketing and Strategy. Greenwich. CT: JAI Press, 1990.

DOYLE, Peter., Valuing Marketing's Contribution., *European Management Journal*, v. 18, n. 3, p. 233–245, 2000.

EMBRAER Relatório Anual 1999
http://www.embraer.com.br/ri/portugues/content/informacoes_financeiras/relatorios_anuais.asp Acesso em 28/03/2009.

ERICKSON, Gary; JACOBSON, Robert., Gaining Comparative Advantage Through Discretionary Expenditures: The Returns to R&D and Advertising, *Management Science*, v. 38, n. 9, p. 1264-1279, 1992.

ETTLIE, John E.; JOHNSON, Michael D., Product Development Benchmarking Versus Customer Focus in Applications of Quality Function Deployment, *Marketing Letters*, v. 5 , n. 2, p. 107–16,1994.

FAMA, Eugene F. , Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383–417, 1970.

FAMA, Eugene F., “Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance, *Journal of Financial Economics*, v. 49, n. 3, p. 283–306, 1998.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B. de C., Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais, *Caderno de Pesquisa em Administração*, v. 7, n. 4, p.27-43, 2000.

FURTADO, André Tosi; CARVALHO, Ruy de Quadros., Padrões de intensidade tecnológica da indústria brasileira: um estudo comparativo com os países centrais, *São Paulo em Perspectiva*, v.19, n. 1, p. 70-84, 2005.

GATIGNON, Hubert; XUEREB, Jean-Marc., Strategic Orientation of the Firm and New Product Performance, *Journal of Marketing Research*, v. 34, n. 1, p. 77–90, 1997.

GHEMAWAT, Pankaj. Commitment: The Dynamics of Strategy. New York: The Free Press, 1991.

GIBSON, Christina and BIRKINSHAW, Julian., The antecedents, Consequences, and Mediating Role of Organizational Ambidexterity, *Academy of Management Journal*, v. 47, n. 2, p. 209-226, 2004.

GITMAN L. Princípios da administração financeira. São Paulo: Pearson, 2003, 10. ed.

GRANT, Robert., The Resource-Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation, *California Management Review*, v. 33, n. 3, p. 114–35, 1991.

GRUCA, Thomas S., REGO, Lopo L. Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value, *Journal of Marketing*, v. 69, n. 3, p. 1-18, 2005.

GUPTA, Sunil, LEHMANN, Donald R., STUART, Jennifer Ames., Valuing Customers, *Journal of Marketing Research*, v. 41, n. 1, p. 7-18, 2004.

GUPTA, A. K., SMITH, K. G., SHALLEY, C. E., The interplay between exploration and exploitation, *Academy of Management Journal*, v. 49, n. 4, p. 693-706, 2006.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R.E.; TATHAM, R.L.; BLACK, W.C. Multivariate data analysis with readings, New Jersey: Prentice Hall, 1998.

HARRISON, Jeffrey S., HALL, Ernest H., NARGUNDKAR, Rajendra., Resource Allocation as an Outcropping of Strategic Consistency: Performance Implications, *Academy of Management Journal*, v. 36, n.5, p. 1026–52, 1993.

HARRISON, Jeffrey S., Michael A. HITT, HOSKISSON, Robert E., IRELAND, Duane., Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences Versus Similarities in Resource Allocations, *Journal of Management*, v. 17, n. 1, p. 173–90, 1991.

HE, Zi-Lin, WONG, Poh-Kam., Exploration vs. Exploitation: An Empirical Test of the Ambidexterity Hypothesis, *Organization Science*, v. 15, n. 4, p. 481-494, 2004.

IBRACON – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
<http://www.ibracon.com.br/publicacoes/resultado.asp?identificador=243> Acesso em 10/11/2009.

ITTNER, Christopher D., LARCKER David F., RAJAN, Madhav V., The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts, *The Accounting Review*, v. 72, n. 2, p. 231–55, 1997.

JOSHI, Amit, HANSSENS, Dominique M., Advertising Spending and Market Capitalization, University of California, 2004.

KATILA, Riitta AHUJA, Ahuja., Something Old, Something New: A Longitudinal Study of Search Behavior and New Product Introduction, *Academy of Management Journal*, v. 45, n. 6, p. 1183-1194, 2002.

KELLER, Kevin. Strategic brand management: building, measuring, and managing brand equity. Upper Saddle River-NJ: Prentice-Hall Inc., 1998.

KYRIAKOPOULOS, Kyriakos, MOORMAN, Christine., Tradeoffs in Marketing Exploitation and Exploration Strategies: The Overlooked Role of Market Orientation, *International Journal of Research in Marketing*, v. 21, n. 3, p. 219-240, 2004.

KUMAR, V., CLV: A Path to Higher Profitability, working paper, University of Connecticut, Storrs, 2006.

LEI, David; HITT, Michael A.; BETTIS, Richard., Dynamic Core Competences through Meta-Learning and Strategic Context, *Journal of Management*, v. 22, n. 4, p. 549-569, 1996.

LEVIN, Richard C., KLEVORICK, Alvin K., NELSON, Richard R., WINTER, Sidney G., GILBERT, Richard., GRILICHES, Zvi., Appropriating returns from industrial R&D, *Brookings Papers Economic Activity*, v. 1987, n. 3, p. 783-831, 1987.

LEVITT, T., Marketing myopia, *Harvard Business Review*, p. 45–56, 1960.

LINDENBERG, Eric B.; ROSS, Stephen, A. Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, v. 54, n. 1, p.1-32, 1981.

MADDEN, Thomas J.; FEHLE, Frank; FOURNIER; Susan., Brands Matter: An Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value Through Branding. *Journal of the Academy of Marketing Science*; v. 34, n. 2, p. 224-235, 2006.

MANSFIELD, Edwin, RAPOPORT, John; ROMEO, Anthony; WAGNER, Samuel, BEARDSLEY, George, Social and Private Rates of Return From Industrial Innovation, *Quarterly Journal of Economics*, v. 91, n. 2, p. 221–40, 1977.

MARCH, James., Exploration and Exploitation in Organizational Learning. *Organizational Science*, v. 2, n.1, p. 71–87, 1991.

MARKETING SCIENCE INSTITUTE. 2000-2002 Research Priorities: a guide to MSI Research Programs and Procedures. http://www.msi.org/msi/pdf/MSI_RP00-02.pdf. Acesso em 10/06/2005.

MARKETING SCIENCE INSTITUTE. 2002-2004 Research Priorities: a guide to MSI Research Programs and Procedures. http://www.msi.org/msi/pdf/MSI_RP02-04.pdf. Acesso em 10/06/2005.

MARKETING SCIENCE INSTITUTE. 2004-2006 Research Priorities: a guide to MSI Research Programs and Procedures. http://www.msi.org/msi/pdf/MSI_RP04-06.pdf. Acesso em 10/06/2005.

MARKETING SCIENCE INSTITUTE. 2006-2008 Research Priorities: a guide to MSI Research Programs and Procedures http://www.msi.org/msi/pdf/MSI_RP06-08.pdf. Acesso em 10/06/2005.

MARKETING SCIENCE INSTITUTE. 2008-2010 Research Priorities: a guide to MSI Research Programs and Procedures http://www.msi.org/pdf/MSI_RP08-10.pdf. Acesso em 23/02/2008.

MARKWALD, Ricardo (2004) Intensidade tecnológica e dinamismo das exportações brasileiras Revista Brasileira de Comércio Exterior Rio de Janeiro: Funcex. Nº 79, ano XVIII, abril/junho.

MCGOVERN, G.J., COURT, D., QUELCH, J.A. and CRAWFORD, B. Bringing Customers into the Boardroom, *Harvard Business Review*, v.82, n. 11, p. 70–80, 2004.

MILES, Raymond E.; SNOW, Charles C., *Organizational Strategy, Structure, and Process*. New York: McGraw-Hill, 1978.

MIZIK, Natalie; JACOBSON, Robert., Trading Off Between Value Creation and Value Appropriation: The Financial Implications of Shifts in Strategic Emphasis, *Journal of Marketing*, v. 67, n. 1, p. 63-76, 2003.

MIZIK, Natalie; JACOBSON, Robert., Myopic Marketing Management: Evidence of the Phenomenon and Its Long-Term Performance Consequences in the SEO Context, *Marketing Science*, v. 26, n. 3, p. 361-379, 2007.

MOORMAN, Christine; RUST, Roland T., The Role of Marketing, *Journal of Marketing*, 63 (Special Issue), v.63, p. 180–97, 1999.

NATH, Pravin; MAHAJAN, Vijay., Chief Marketing Officers: A Study of Their Presence in Firms' Top Management Teams, *Journal of Marketing*, v. 72, n.1, p. 65-81, 2008.

NUNES, Maurício S.; COSTA JR, Newton C. A.; MEURER, Roberto., A relação entre o mercado de ações e as variáveis macroeconômicas: uma análise econométrica para o Brasil, *Revista Brasileira de Economia*, v. 59, n. 4, p. 585-607, 2005.

OECD - Organization for Economic Co-operation and Development. Frascati Manual 2002: Proposed Standard Practice for Surveys on Research and Experimental Development, OECD Publications, Paris, França, 2002.

OECD - Organization for Economic Co-operation and Development. Oslo Manual. Organization for economic co-operation and development: proposed guidelines for collecting and interpreting technological innovation data. European Commission: Eurostat, 1997.

OLIVER, Richard L. Whence Consumer Loyalty? *Journal of Marketing*, v. 63, Special Issue, p. 33-44, 1999.

O'SULLIVAN, Don; ABELA, Andrew V., Marketing Performance Measurement Ability and Firm Performance, *Journal of Marketing*, v. 71, n. 2, p. 79-93, 2007.

PAUWELS, Koen, SILVA-RISSO, Jorge, SRINIVASAN, Shuba, HANSSSENS, Dominique M., New Products, Sales Promotions, and Firm Value: The Case of the Automobile Industry, *Journal of Marketing*, v. 68, n. 4, p. 142-56, 2004.

POPADIUK, S. Exploration-exploitation de ativos de conhecimento: sobrevivência, paridade ou desempenho superior? Rio de Janeiro: *ENANPAD*, Setembro, 2007.

PORTER, Michael E., *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York: Free Press, 1980.

RAMASWAMY, Kannan., The Performance Impact of Strategic Similarity in Horizontal Mergers: Evidence from the U.S. Banking Industry, *Academy of Management Journal*, v. 40, n. 3, p. 697-716, 1997.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F., *Administração Financeira*, São Paulo: Atlas, 2002.

ROWE, W.; MORROW, J. A note on dimensionality of the firm financial performance construct using accounting, market, and subjective measures. *Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, v. 16, n. 1, 1999.

RUMELT, Richard.. Theory, Strategy, and Entrepreneurship em The Competitive Challenge: Strategies for Industrial Innovation and Renewal, D.J. Teece, ed. Cambridge, MA: Ballinger; Publishing Company, p. 137–58, 1987.

RUST, R. T., LEMON, K. N. e ZEITHAML, V. A., Return on Marketing: Using Customer Equity to Focus Marketing Strategy, *Journal of Marketing*, v. 68, n. 1, p. 109-127, 2004.

RUST, R. T.; AMBLER, T.; CARPENTER, G. S.; KUMAR, V.; SRIVASTAVA, R. K. Measuring marketing productivity: current knowledge and future directions, *Journal of Marketing*, v. 68, n. 4, p. 76-89, 2004.

SALONER, G., SHEPARD A., PODOLNY J., Strategic Management. John Wiley and Sons, Inc., New York, 2001.

SARKEES, Matthew E., Exploitation versus Exploration: Getting The Mix Right, University of Pittsburgh, Katz Graduate School of Business, 2007.

SCHUMPETER, Joseph A.. Capitalism, Socialism, and Democracy. New York: Harper & Row, 1942.

SHETH, J.N., PARVATIYAR, A., Relationship marketing in consumer markets: antecedents and consequences, *Journal of the Academy of Marketing Science*, v. 23 n. 4, p. 255-71, 1995.

SHETH, J. N; SISODIA, R. S. Feeling the Heat – Part I. *Marketing Management*, v.4, n.2, p. 9-23, 1995a.

SHETH, J. N; SISODIA, R. S. Feeling the Heat – Part II. *Marketing Management*, v.4, n.3, p. 19-33, 1995b.

SHETH, Jagdish N; SISODIA, Rajendra S. Marketing Productivity: Conceptualization, Measurement and Improvement, *Journal of Business Research*, v. 55, n. 5, p. 349-362, 2002.

SHETH, Jagdish N.; SISODIA, Rajendra S., Does Marketing Need Reform? In.: BOLTON, Ruth N. Marketing Renaissance: Opportunities and Imperatives for Improving Marketing Thought, Practice, and Infrastructure, *Journal of Marketing*, v. 69, p. 1–25, 2005.

SILVEIRA, Cleo Schmitt., Uma relação de valor: o valor do cliente e o valor da empresa (Mestrado em Administração) – Programa de Pós Graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.

SRIVASTAVA, Rajendra K., SHERVANI, Tasadduq A. , FAHEY Liam., Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis, *Journal of Marketing*, v. 62, n. 1, p. 2-18, 1998.

SRIVASTAVA, Rajendra K., SHERVANI, Tasadduq A. e FAHEY, Liam., Marketing, Business Processes and Shareholder Value: An Organizationally Embedded View of Marketing Activities and the Discipline of Marketing, *Journal of Marketing*, v. 63, p. 168-179, 1999.

SRIVASTAVA, Rajendra, REIBSTEIN, David J., JOSHI, Yogesh V., Linking Marketing Metrics to Financial Performance Zyman Institute of Brand Science, ZIBS Technical Report, Goizeta Business School Emory, 2006.

SWAMINATHAN, Vanitha., MURSHED, Feisal., HULLAND, John., Value Creation Following Merger and Acquisition Announcenments: The Role of Strategic Emphasis Alignment, *Journal of Marketing Research*, v. 45, n. 1, p. 33–47, 2008.

TEECE, David; PISANO J. Gary, SHUEN; Amy., Dynamic *Capabilidades* and Strategic Management, *Strategic Management Journal*, v. 18, n. 7, p. 509-535, 1997.

TOBIN, J., A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 1, n.1, p. 15-29, 1969.

VARGO, Stephen; LUSCH, Robert F. Evolving to a New Dominant Logic for Marketing, *Journal of Marketing*, v. 68, n. 1, p. 1-17, 2004.

VERHOEF, Peter C. LEEFLANG, Peter S.H. Understanding the Marketing Department's Influence Within the Firm, *Journal of Marketing*, v. 73, n. 2, p. 14-37, 2009.

ZEEVALLOS, Gustavo., 101 inovações brasileiras, São Paulo: Monitor Group, 2009.

WANG, Heli., LI, Juatao., Untangling the Effects of Overexploration and Overexploitation on Organizational Performance: The Moderating Role of Environmental Dynamism, *Journal of Management*, v. 34, n. 5, p. 925-951, 2008.

WEBSTER, F. E., Top Management's Concerns about Marketing: Issues For The 1980's, *Journal of Marketing*, v. 45, n. 3, p. 9-16, 1981.

ANEXOS

**ANEXO A – TRECHOS DOS RELATÓRIOS CONTÁBEIS QUE POSSUÍAM
EXEMPLOS DE GASTOS COM PESQUISA E DESENVOLVIMENTO (P&D)**

Exemplo Balanço Patrimonial:

<i>Empresa</i>	<i>Código BOVESPA</i>	<i>Período de Análise</i>
ACOS VILLARES S.A.	AVIL3	2005, 2006 e 2007

Fonte: elaborado pelo autor

<i>Código da Conta</i>	<i>Descrição da Conta</i>	<i>31/12/2007</i>	<i>31/12/2006</i>	<i>31/12/2005</i>
1.02.02.04	Diferido	4.879	6.820	10.691
1.02.02.04.01	Pesquisa e desenvolv.de novos produtos	4.879	5.711	8.792
1.02.02.04.02	Despesas pré-operacionais	0	1.109	1.899

Fonte: BOVESPA (2009)

- Exemplo Notas Explicativas:**

<i>Empresa</i>	<i>Código BOVESPA</i>	<i>Período de Análise</i>
PERDIGAO S.A.	PRGA3	2007

Fonte: elaborado pelo autor

Pesquisa e desenvolvimento (P&D): consiste principalmente em gastos com pesquisas internas e desenvolvimento de novos produtos, reconhecidas quando incorridas nas demonstrações de resultados. O total de gastos com P&D foi de R\$10.661 (R\$7.204 em 2006).

- **Exemplo Notas Explicativas:**

-

<i>Empresa</i>	<i>Código BOVESPA</i>	<i>Período de Análise</i>
PETROLEO BRASILEIRO S.A.	PETR3; PETR4	2005, 2006 e 2007

Fonte: elaborado pelo autor

<i>Código da Conta</i>	<i>Descrição da Conta</i>	<i>01/01/2007 a 31/12/2007</i>	<i>01/01/2006 a 31/12/2006</i>	<i>01/01/2005 a 31/12/2005</i>
3.06.01	Com Vendas	(6.059.734)	(5.790.648)	(5.477.419)
3.06.02	Gerais e Administrativas	(6.427.892)	(5.429.296)	(5.430.798)
3.06.02.01	Honor. Diretoria e Cons. Administração	(29.259)	(31.035)	(28.845)
3.06.02.02	De Administração	(6.398.633)	(5.398.261)	(5.401.953)
3.06.03	Financeiras	(785.459)	(1.341.554)	(3.213.363)
3.06.03.01	Receitas Financeiras	2.506.543	2.378.793	1.351.410
3.06.03.02	Despesas Financeiras	(3.292.002)	(3.720.347)	(4.564.773)
3.06.04	Outras Receitas Operacionais	0	0	0
3.06.05	Outras Despesas Operacionais	(16.248.138)	(9.838.103)	(8.445.531)
3.06.05.01	Tributárias	(1.255.511)	(1.262.936)	(895.208)
3.06.05.02	Custo Pesq. Desenv. Tecnológico	(1.712.338)	(1.586.489)	(934.600)
3.06.05.03	Perda na Recuperação de Ativos	(446.129)	(45.063)	(126.032)
3.06.05.04	Custo Explot. p/Extração Petróleo/Gás	(2.569.724)	(2.036.838)	(2.222.792)
3.06.05.05	Plano de Pensão e Saúde	(2.494.510)	(1.940.582)	(2.011.016)
06.05.06	Variações Monetárias e Cambiais Líquidas	(3.146.547)	9.359	370.536
3.06.05.07	Outras Despesas/Receitas Oper. Líquidas	(4.623.379)	(2.975.554)	(2.626.419)
3.06.06	Resultado da Equivalência Patrimonial	(680.655)	(233.215)	(250.124)

Fonte: BOVESPA (2009)

- **Exemplo Relatório da Administração**

<i>Empresa</i>	<i>Código BOVESPA</i>	<i>Período de Análise</i>
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	MDIA3	2007

Fonte: elaborado pelo autor

Em 2007 foram investidos R\$ 1,7 milhão em Pesquisa e Desenvolvimento de novos produtos, resultando no lançamento de 38 novos produtos no ano, gerando uma produção aproximada de 2,6 mil toneladas desses novos produtos, agregando R\$ 12,3 milhões em faturamento.

ANEXO B – CRITÉRIOS PARA IDENTIFICAÇÃO DOS GASTOS EM PESQUISA E DESENVOLVIMENTO

Segundo o manual Frascati (OCDE; 2002):

Gastos intramurais são todos os gastos para P&D desempenhado dentro de uma unidade estatística ou setor da economia durante um período específico, qualquer que seja a fonte dos fundos.

Inclui dentro dessa classificação:

- **Custos Trabalhistas:** compreendem os salários anuais e todos os custos associados ou benefícios, tais como pagamentos de bônus, pagamento de férias, contribuições para fundos de pensão e outros pagamentos da seguridade social, impostos da folha de pagamento, etc...
- **Outros custos:** estes compreendem compras sem capital de materiais, suprimentos e equipamentos para suportar P&D desempenhado por uma unidade estatística em um dado ano. São exemplos: água e combustível (incluindo gás e eletricidade); livros, *journals*, materiais de referência, assinaturas de bibliotecas e sociedades científicas, etc.; custos imputados ou reais de protótipos pequenos ou modelos feitos fora da organização de pesquisa; materiais para os laboratórios (químicos, animais, etc.). Custos de consultores *on-site* devem ser incluídos em outros custos correntes e identificados separadamente se possível. Custos administrativos ou outros custos gerais (ex. escritório, correio e telecomunicações,

seguro) devem ser também incluídos, rateados se necessário para permitir as atividades não relacionadas ao P&D dentro da mesma unidade estatística. Todos os custos para serviços indiretos devem ser incluídos aqui, se efetuados dentro da organização interessados ou contratados ou comprados de fornecedores externos. Exemplos de serviços desse tipo são: segurança; estoque; uso, reparo e manutenção de prédios e equipamentos, serviços de computadores, e impressões de relatórios de P&D. Cobranças de juros devem ser excluídas.

- Custos indiretos reais pagos: as atividades de P&D podem incorrer que não são comumente pagos pelo setor, mas suportados pelas instituições classificadas em outros setores da economia, usualmente o setor governamental
- Gastos de Capital: gastos de capital são compostos por gastos em:
 - Terras e edifícios. Isso compreende terra comprada para P&D (ex. locais de testes, locais para laboratórios e plantas pilotos) e edifícios construídos ou comprados, incluindo melhorias, modificações e reparos principais.
 - Instrumentos e equipamentos. Cobre os principais instrumentos e equipamentos comprados para uso no desempenho do P&D incluindo o software embutido – software de computador. Isso inclui aquisição de softwares de computador identificados separadamente para uso no desempenho do P&D, incluindo descrições de programas e materiais de suporte para tanto softwares de sistemas quanto de aplicações.

ANEXO C - MENSAGEM INICIAL DE SOLICITAÇÃO DOS GASTOS DE PESQUISA E DESENVOLVIMENTO (P&D) ENVIADA DIA 25 DE JANEIRO DE 2009.

Prezado Sr. Milton Almicar Silva Vargas,

Sou mestrando da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (EA/UFRGS) e estou realizando uma pesquisa acadêmica para a dissertação de mestrado sob orientação do professor Fernando Bins Luce.

Considerando a importância do seu grupo empresarial no cenário nacional (BCO BRADESCO S.A.), ele foi incluído na pesquisa.

Pesquisa

A pesquisa, iniciada em Fevereiro/08, já se encontra em fase final. Os dados que se referem aos gastos com marketing já foram coletados. No entanto, enfrentamos dificuldades na obtenção dos dados sobre os gastos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D).

Para tal, solicitamos, por gentileza, o preenchimento da tabela abaixo com: o gasto total anual em R\$ de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) da sua empresa, ano a ano, de 1996 a 2007, conforme tabela abaixo. Caso não queira apresentar o gasto de P&D, por gentileza, apresente o % do gasto em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) sobre a receita líquida anual da empresa.

Gastos em P&D (R\$) ou % Gastos em P&D / Receita Líquida (R\$)

1996:

1997:

1998:

1999:

2000:

2001:

2002:

2003:

2004:

2005:

2006:

2007:

A dissertação busca analisar comparativamente os impactos dos gastos de marketing e dos gastos em pesquisa e desenvolvimento no desempenho das empresas listadas na BOVESPA. Procura-se também compreender as contribuições das atividades de marketing para o valor das empresas, o que pode ajudar os gestores na tomada de decisões (no final deste e-mail é possível consultar um resumo do estudo).

Caso o sr. deseje, ao final da pesquisa, podemos compartilhar os resultados. Para tanto, basta assinalar o interesse abaixo, juntamente com o nome e e-mail do responsável. Vale salientar que os dados fornecidos não serão utilizados de forma

individual, e, sim, segmentados para análise e divulgação. A finalidade da pesquisa é única e exclusivamente acadêmica, havendo estrita confidencialidade dos dados.

Gostaria de receber os resultados da pesquisa:

() Sim () Não

Nome e Endereço (se diferente deste e-mail):

Agradeço desde já sua colaboração, atenção e presteza.

Qualquer dúvida, estamos a disposição

Bruno Bordeaux Rego

Mestrando da Escola de Administração da UFRGS

Celular (XX) XXXX – XXXX – e-mail: bbrego@ea.ufrgs.br

Currículo Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8293964259749148>

Dr. Fernando Bins Luce

Professor Titular da Escola de Administração da UFRGS

Telefone (YY) YYYY-YYYY e-mail: fbluce@ea.ufrgs.br

Currículo Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7597928710439425>

“*Trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor: reflexões críticas acerca dos impactos financeiros nas empresas no contexto brasileiro” apresentado no Simpósio de Inovação Tecnológica da ANPAD (Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração).

Resumo

As empresas alocam seus recursos escassos entre dois processos fundamentais: de criação de valor (ex. inovando, produzindo e entregando produtos ao mercado) e de apropriação de valor (ex. extraindo lucros do mercado). Ambos os processos são pré-requisitos a vantagem competitiva sustentável e a empresa possui considerável liberdade para decidir qual processo será enfatizado frente ao outro. No entanto, pouco se sabe a respeito do impacto desse *trade-off* no desempenho da organização, principalmente no contexto brasileiro. Quais são os impactos financeiros da mudança da ênfase estratégica (apropriação de valor versus criação de valor) das empresas no contexto brasileiro? O objetivo deste ensaio teórico é refletir acerca do *trade-off* (criação vs. apropriação de valor), fomentando uma análise crítica sobre seus impactos no desempenho da organização. Nesse sentido, propõe-se um indicador de ênfase estratégica com base nos gastos em P&D e Marketing. Em seguida, procedeu-se um levantamento dos estudos sobre *capabilidades* de criação de valor e apropriação de valor. Sugere-se a análise do

impacto por meio do retorno da ação segundo três dimensões: ambiente tecnológico, a rentabilidade prévia e a ênfase estratégica anterior. As discussões culminam num conjunto de proposições teóricas, que poderão ser testadas em pesquisas futuras.

ANEXO D – MENSAGEM DE REFORÇO DE SOLICITAÇÃO DOS GASTOS DE PESQUISA E DESENVOLVIMENTO (P&D) ENVIADA DIA 04 DE FEVEREIRO DE 2009

Prezado Sr. José Ricardo do Carmo,

Perdoe-nos a insistência, mas dependemos da cooperação da prestigiosa 521 PARTICIPACOES S.A. para realização desta pesquisa de mestrado em administração. Já contamos com a participação de 40 empresas listadas na BOVESPA; entretanto, precisamos de mais participantes para atingir o número de respondentes, metodologicamente adequado com o rigor científico que o estudo merece.

No dia 25/01 enviamos um e-mail, porém até o momento não obtivemos retorno. Por isso, estamos tentando fazer o último esforço junto as empresas onde o marketing e a pesquisa e desenvolvimento possam ser um dos diferenciais competitivos. A participação de sua empresa é de extrema importância!

Pesquisa

Sou mestrando da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (EA/UFRGS) e estou realizando uma pesquisa acadêmica para a dissertação de mestrado sob orientação do professor Fernando Bins Luce. Considerando a importância do seu grupo empresarial no cenário nacional (521 PARTICIPACOES S.A.), ele foi incluído na pesquisa.

A pesquisa, iniciada em Fevereiro/08, já se encontra em fase final. Os dados que se referem aos gastos com marketing já foram coletados. No entanto, enfrentamos dificuldades na obtenção dos dados sobre os gastos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D).

Para tal, solicitamos, por gentileza, o preenchimento da tabela abaixo com: o gasto total anual em R\$ de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) da sua empresa, ano

a ano, de 1996 a 2007, conforme tabela abaixo. Caso não queira apresentar o gasto de P&D, por gentileza, apresente o % do gasto em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) sobre a receita líquida anual da empresa.

Gastos em P&D (R\$) ou % Gastos em P&D / Receita Líquida (R\$)

1996:

1997:

1998:

1999:

2000:

2001:

2002:

2003:

2004:

2005:

2006:

2007:

A dissertação busca analisar comparativamente os impactos dos gastos de marketing e dos gastos em pesquisa e desenvolvimento no desempenho das empresas listadas na BOVESPA. Procura-se também compreender as contribuições das atividades de marketing para o valor das empresas, o que pode ajudar os gestores na tomada de decisões (no final deste e-mail é possível consultar um resumo do estudo).

Caso o sr. deseje, ao final da pesquisa, podemos compartilhar os resultados. Para tanto, basta assinalar o interesse abaixo, juntamente com o nome e e-mail do responsável. Vale salientar que os dados fornecidos não serão utilizados de forma individual, e, sim, segmentados para análise e divulgação. A finalidade da pesquisa é única e exclusivamente acadêmica, havendo estrita confidencialidade dos dados.

Gostaria de receber os resultados da pesquisa:

() Sim () Não

Nome e Endereço (se diferente deste e-mail):

Agradeço desde já sua colaboração, atenção e presteza.

Qualquer dúvida, estamos a disposição

Bruno Bordeaux Rego

Mestrando da Escola de Administração da UFRGS

Celular (XX) XXXX – XXXX – e-mail: bbrego@ea.ufrgs.br

Currículo Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8293964259749148>

Dr. Fernando Bins Luce

Professor Titular da Escola de Administração da UFRGS

Telefone (YY) YYYY- YYYY e-mail: fbluce@ea.ufrgs.br

Currículo Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7597928710439425>

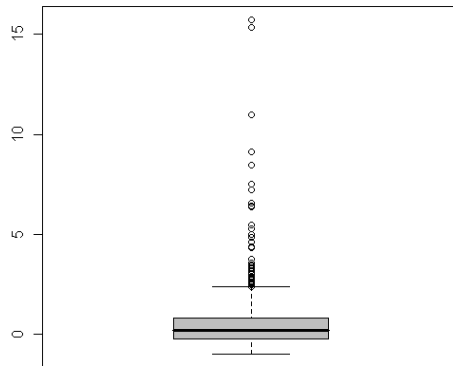
“*Trade-off* entre criação de valor e apropriação de valor: reflexões críticas acerca dos impactos financeiros nas empresas no contexto brasileiro” apresentado no Simpósio de Inovação Tecnológica da ANPAD (Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração).

Resumo

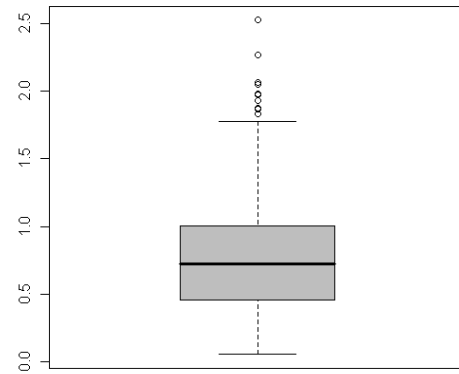
As empresas alocam seus recursos escassos entre dois processos fundamentais: de criação de valor (ex. inovando, produzindo e entregando produtos ao mercado) e de apropriação de valor (ex. extraindo lucros do mercado). Ambos os processos são pré-requisitos a vantagem competitiva sustentável e a empresa possui considerável liberdade para decidir qual processo será enfatizado frente ao outro. No entanto, pouco se sabe a respeito do impacto desse *trade-off* no desempenho da organização, principalmente no contexto brasileiro. Quais são os impactos financeiros da mudança da ênfase estratégica (apropriação de valor versus criação de valor) das empresas no contexto brasileiro? O objetivo deste ensaio teórico é refletir acerca do *trade-off* (criação vs. apropriação de valor), fomentando uma análise crítica sobre seus impactos no desempenho da organização. Nesse sentido, propõe-se um indicador de ênfase estratégica com base nos gastos em P&D e Marketing. Em seguida, procedeu-se um levantamento dos estudos sobre *capabilidades* de criação de valor e apropriação de valor. Sugere-se a análise do impacto por meio do retorno da ação segundo três dimensões: ambiente tecnológico, a rentabilidade prévia e a ênfase estratégica anterior. As discussões culminam num conjunto de proposições teóricas, que poderão ser testadas em pesquisas futuras.

ANEXO E – BOXPLOT VARIÁVEIS DEPENDENTES

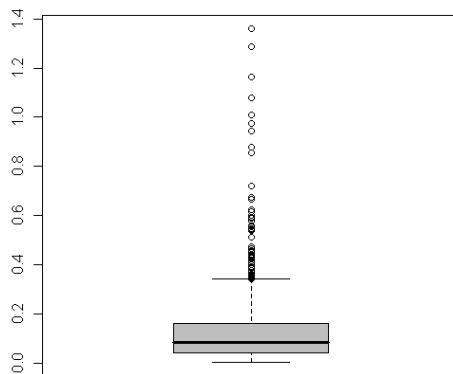
Retorno da Acao



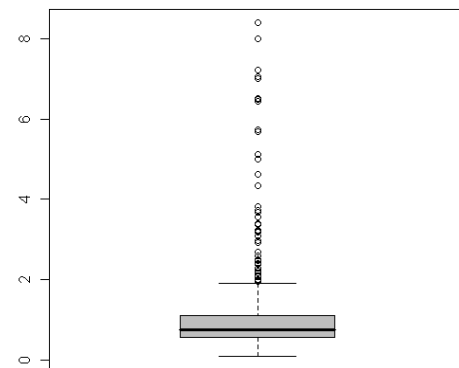
Giro do Ativo



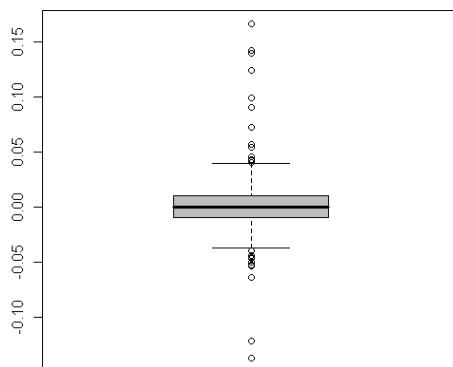
Margem Liquida



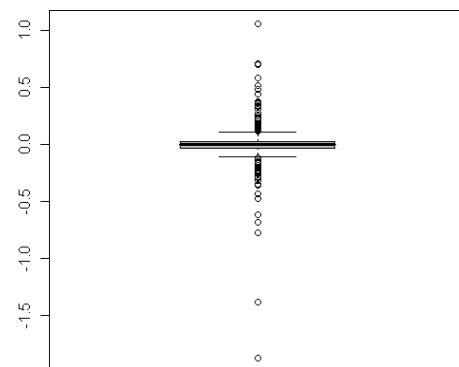
Tobin's Q



Variacao Enfase Estrategica

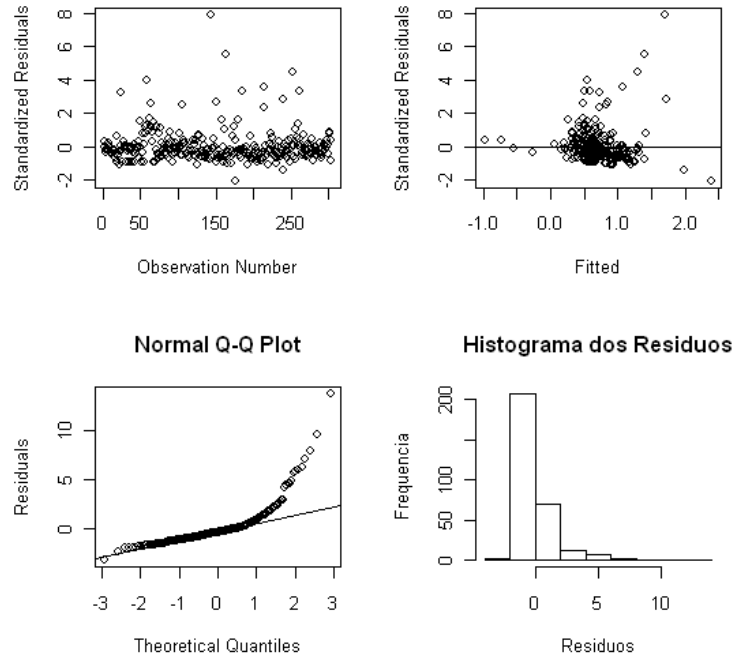


Variacao ROA

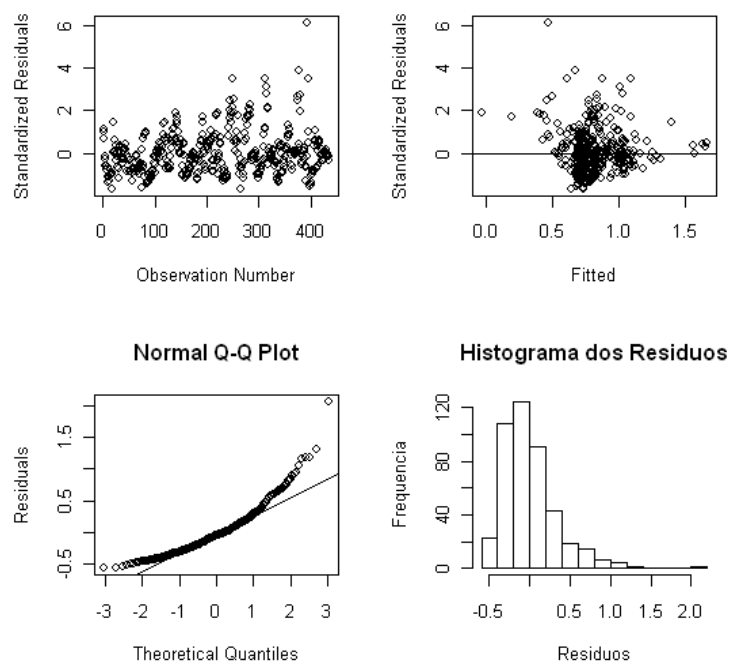


ANEXO F – ANÁLISE DE RESÍDUOS DA REGRESSÃO MÚLTIPLA

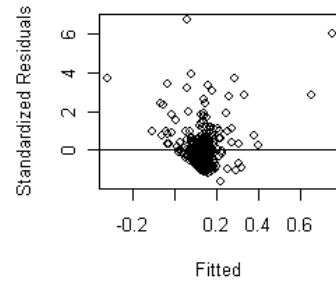
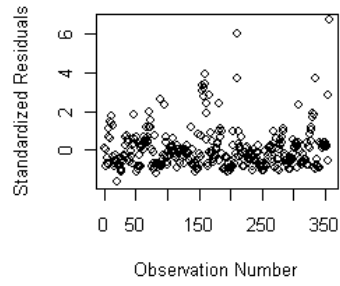
Retorno da Ação



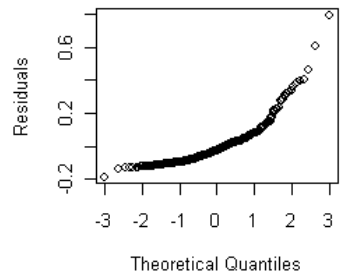
Giro do Ativo



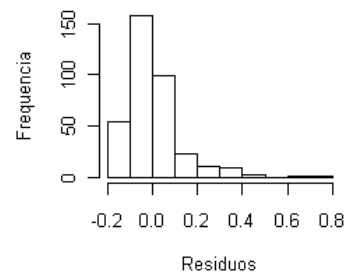
Margem Líquida



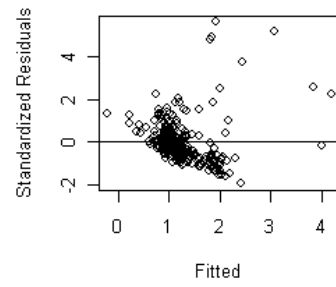
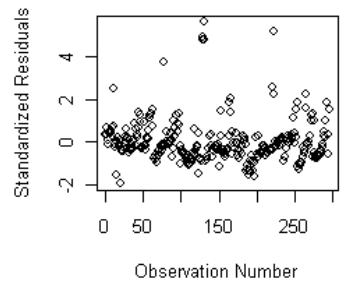
Normal Q-Q Plot



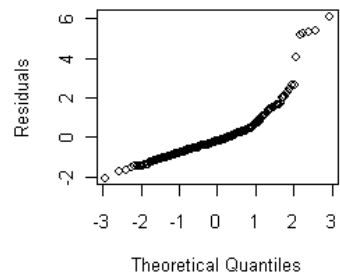
Histograma dos Resíduos



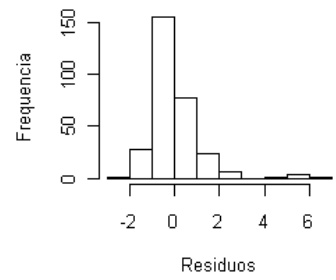
Q de Tobin



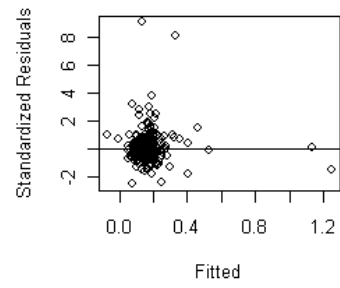
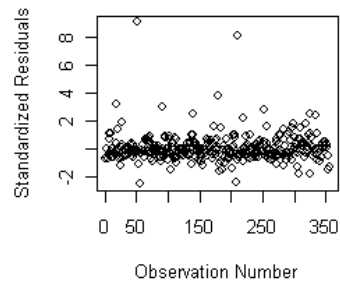
Normal Q-Q Plot



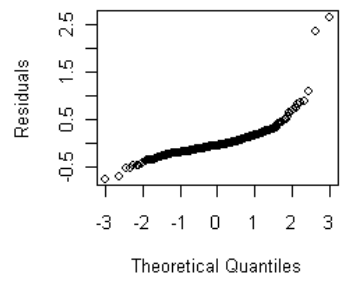
Histograma dos Resíduos



Crescimento de Vendas



Normal Q-Q Plot



Histograma dos Resíduos

