# IMPACTOS DA GOVERNANÇA NA INOVAÇÃO ORIENTAÇÃO DE MAXIMIZAÇÃO DE VALOR AO ACIONISTA E DESENVOLVIMENTO DE TECNOLOGIAS DE RUPTURA

## Marcio Tadeu Furrier

#### Resumo

Este texto abordou a relação entre a orientação de maximização de valor ao acionista e sua aplicação no contexto da inovação tecnológica. Avaliou-se o impacto do atual estágio do capitalismo financeiro, manifestado no poder do mercado acionário sobre as empresas de capital aberto, nas decisões de investimento em tecnologias de ruptura. Pareceu sustentável a hipótese de que, através dos mecanismos de controle e resposta implementados na governança corporativa, pode-se influir negativamente nas decisões de implementação de inovações de ruptura. Também foram sugeridos caminhos adicionais de pesquisa em torno do tema e da relação entre as teorias.

#### Palavras-chave

valor acionista, tecnologia de ruptura, inovação

# **Abstract**

This study approached the relationship between the shareholder value orientation and its influence on technology innovation. The hypothetic impact of the present stage of financial capitalism, denoted by the influence held by the stock market over quoted companies on the adoption of disruptive technologies was evaluated. It seemed sustainable a hypothesis of negative influence between the key concepts in shareholder value orientation, as perceived by managers and under certain mechanisms of control and feedback, and the implementation of disruptive innovations. Additionally, alternative ways of research on the themes and their relationship were suggested.

# **Keywords**

shareholder value, disruptive technology, innovation

 $e{\rm Gesta},$ v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

IMPACTOS DA GOVERNANÇA NA INOVAÇÃO ORIENTAÇÃO DE MAXIMIZAÇÃO DE VALOR AO ACIONISTA E DESENVOLVIMENTO DE TECNOLOGIAS DE RUPTURA

**Marcio Tadeu Furrier** 

Introdução

A segunda metade do séc. XX presenciou o surgimento de teorias organizacionais voltadas ao relacionamento das organizações com seus ambientes. Nesse período surgiram as teorias sobre dependência de recursos, institucional e ecologia das populações (HATCH, 1997, p. 76).

A teoria da dependência de recursos enfatiza o contexto ambiental e sua influência na decisão empresarial, com as pressões e restrições que os tomadores de decisão estão submetidos, mostrando como a demanda por recursos externos afeta a dinâmica de poder dentro da organização, na tentativa de redução de incerteza quanto ao fluxo de recursos necessários à sobrevivência de um ente organizacional.

A partir da década de 80, cria força a orientação de que a principal medida de sucesso de uma administração deve ser a maximização do valor ao acionista. O grupo de investidores e analistas passa a assumir um papel central na avaliação da qualidade do gerenciamento, tornando-se um poderoso influenciador do processo de decisão dentro da organização.

Este texto procura discutir em mais detalhes a relação entre a orientação de maximização de valor ao acionista e o gerenciamento da inovação estratégica através tecnologias de ruptura, tomando-se como referência a alta administração de empresas de capital aberto, entendida como aquela cujas posições são ocupadas pelos Conselhos de Administração, presidentes e CEOs (*Chief Executive Officers*), mediadora entre as demandas internas e externas da organização e responsável última pela sua eficácia. Assim, espera-se levantar indicações sobre o impacto da orientação para maximização de valor ao acionista no gerenciamento das inovações estratégicas, em especial na maneira como as organizações de

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079 Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

*e*Gesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

capital aberto lidam com as possibilidades de tecnologias de ruptura, e de que forma seus

arranjos organizacionais podem facilitar ou dificultar tais inovações.

Para isso, são utilizados como referenciais básicos duas obras consideradas seminais:

"Creating shareholder value", sobre criação de valor ao acionista e "The innovator's

dillemma", que introduz o conceito de tecnologias de ruptura. Como contraponto, é também

utilizada como referência a obra "The end of shareholder value", que oferece uma observação

crítica acerca da orientação para criação de valor ao acionista. Esses textos são

complementados, à medida da necessidade, por outras referências bibliográficas pertinentes à

discussão.

Dois tópicos servem para uma caracterização geral da orientação para maximização de

valor ao acionista e da inovação tecnológica através de tecnologias de ruptura, seguindo-se de

um levantamento dos mecanismos pelos quais se dá a influência do mercado de ações na

governança corporativa, e como essas influências se refletem nos processos de inovação.

Após a caracterização de suas influências, a orientação para maximização de valor ao

acionista é submetida às críticas encontradas na literatura consultada. A seguir discutem-se as

implicações das abordagens discutidas no nível da alta administração.

Nos comentários finais deste texto, temos a sugestão de que parece sustentável a

hipótese de que a base conceitual da orientação para maximização de valor ao acionista, da

maneira como é atualmente sinalizada pelos mercados e percebida pelos administradores,

pode ser vista como uma restrição à adoção de políticas mais agressivas de inovação,

principalmente em relação à introdução de tecnologias de ruptura. Também são sugeridos

caminhos adicionais de pesquisa em torno do tema e da relação entre as teorias, que têm

potencial de trazer maiores evidências e entendimento sobre o comportamento das grandes

organizações de capital aberto no tocante à inovação tecnológica.

A orientação de maximização de valor ao acionista

A orientação de maximização de valor ao acionista pode ser fundamentada na teoria da

dependência de recursos. Pfeffer e Salancik (2003, p. 258), definem a perspectiva da

dependência de recursos como uma questão de sobrevivência empresarial. Para sobreviver,

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079 Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

*e*Gesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

uma empresa depende de recursos, o que significa que a mesma deve interagir com outros

grupos que controlem esses mesmos recursos. Nesse sentido, organizações dependem de uma

rede de interrelações que formam seu ambiente. Como as organizações não podem controlar

todos os seus recursos, cria-se uma situação de incerteza. Das transações necessárias com

outros grupos, organizações ou mesmo indivíduos, resulta uma relação de poder e controle de

parte de quem domina os recursos necessários, daí os autores falarem de controle externo das

organizações.

A sobrevivência da organização se dá, de modo geral, por sua habilidade em lidar com

as contingências do ambiente em sua busca por recursos. Muito do foco da administração está

concentrado nos processos de negociação e interface com o ambiente para a obtenção de

recursos demandados.

A teoria defende que existe uma conexão entre a interdependência externa e os

processos internos da organização, e que esta conexão é manifestada nas estruturas de poder.

O critério de eficácia organizacional é a medida pela qual se avalia o quanto uma organização

é capaz de responder às diversas demandas que recaem sobre ela. Um desses grupos de

interesse, detentor de recursos básicos (capital), é composto pelos acionistas de empresas de

capital aberto.

Kennedy (2000), em sua análise histórica da evolução das grandes corporações,

identifica três momentos distintos em relação ao principal elemento motivador da atividade

empresarial.

No século XIX e início do século XX, as organizações surgiram, salvo raras exceções,

dentro de um referencial familiar, baseadas em uma ação empreendedora usualmente

suportada por fundos disponíveis no patrimônio do fundador e de sua família. Essas

companhias funcionavam para construir e perpetuar a riqueza adquirida no futuro. Sob esse

aspecto inicialmente familiar, Kennedy vê uma orientação de preservação da riqueza através

de uma visão de negócio de longo prazo. Unilever, P&G, Gillette, Philips e General Motors

são exemplos de companhias que se enquadrariam nesse primeiro cenário.

A partir da Segunda Guerra Mundial, empreendedores-tecnocratas tiveram sucesso na

montagem de empreendimentos baseados no fator inovação, fortemente suportados em

sistemas de meritocracia e gerenciamento que se expandiram depois para toda a base de

grandes organizações. Muitas vezes originados de universidades ou institutos de tecnologia,

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079 Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

esses inovadores desempenharam o papel de fornecer à sociedade maneiras de saciar necessidades ainda não plenamente atendidas, através de novas tecnologias e novos modelos de negócio. Polaroid, Hewlett-Packard, Intel e Wal Mart seriam exemplos dessa fase, e a descentralização em comunidades criadas em torno de seus fundadores, aliada ao uso de técnicas avançadas de gestão, suas principais contribuições.

Nos últimos trinta anos do século XX, à medida que os mercados financeiros se desenvolveram e se sofisticaram, o mercado acionário e, por consequência, as variações nas cotações das empresas abertas passaram a ser vistos pelos financistas como meio privilegiado de atingimento de uma posição financeira saudável nas suas carteiras de investimentos, associando-se então a riqueza dos acionistas a uma medida de sucesso do empreendimento. A alta camada gerencial, já altamente presente nas companhias, também se aliou ao modelo quando, através de pacotes de compensação especiais, passou a ter uma participação garantida na geração de riqueza e do risco mediado pelo valor presente das ações. As teorias acadêmicas de valor ao acionista poderiam não ter tido o impacto que tiveram, não houvesse uma classe emergente de financistas e de CEOs aptos a entender e implementar o modelo teórico.

O movimento de aquisições agressivas (takeovers) ocorrido na segunda metade da década de 80 proporcionou um incentivo poderoso para que os executivos se concentrassem na criação de valor que impedisse uma empresa eventualmente subavaliada de ser subitamente adquirida. Naquele contexto, os direitos dos acionistas foram reafirmados; empresas foram vendidas sem participação da gerência (MICKLETHWAIT; WOOLDRIDGE, 1998, p, 151). Ademais, os investidores institucionais aumentaram substancialmente seus esforços para obter retornos melhores para os beneficiários dos fundos por eles gerenciados. Investidores institucionais ajudaram a afastar CEOs de grandes companhias.

Segundo Micklethwait e Wooldridge (1998, p. 145), a crescente pressão dos acionistas vem levando empresas a investigações públicas, e acionistas interventores como Warren Bufffett vêm conseguindo melhores retornos sobre investimento, inclusive através de processos judiciais contra diretores. Os autores, citando Charles Handy (p. 150), escrevem que hoje a maioria dos acionistas é composta por especuladores, e não por proprietáriosgerentes, como em fases anteriores do capitalismo. Por força de seu porte, os fundos de

 $e{\rm Gesta},$ v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

pensão adotam uma visão de prazo relativamente maior, mas agem como financistas,

vendendo ou comprando ações de acordo com os movimentos do mercado.

Um mercado de ações desenvolvido não é somente uma praça de trocas mas, entre suas

funções, disponibiliza novos fundos de risco, premia, pelo critério da maximização de

retornos, o uso "mais eficiente" de recursos e é um formador de opinião, à medida que reflete

as expectativas dos principais agentes quanto às perspectivas econômicas gerais e de

desempenho de cada unidade submetida a sua avaliação.

Rappaport (2001) defende que, atualmente, os conselhos administrativos e CEOs quase

universalmente abraçaram a idéia de maximizar o valor para o acionista, valor este que reflete

a maneira pela qual agentes racionais avaliam o valor de um ativo: o caixa que ele pode gerar

ao longo do tempo, ajustado à sua natureza de risco. As escolas de negócios nas décadas de 70

e 80 formaram quadros que assimilaram a lógica do fluxo de caixa descontado, que colaborou

com a mais imediata aceitação das metodologias de gerenciamento baseado em valor.

Defensores dessa orientação argumentam que, em uma economia de mercado que

reconhece os direitos à propriedade, a única responsabilidade social da empresa é criar valor

para o acionista de maneira legal, pois a companhia não tem mandato para atribuições sociais.

Essa forma de conceber as funções da organização carrega consigo um conteúdo ideológico,

onde as forças de mercado assumem o papel de determinantes das chances individuais e

coletivas de sobrevivência da companhia e de seus projetos de investimento.

O modelo alternativo de gestão, que procure balancear a satisfação de todos os grupos

de interesse em uma empresa tornaria, segundo a perspectiva dos defensores da maximização

de valor ao acionista, mais fácil para os administradores desviarem-se do objetivo da

maximização de valor. Uma visão correlata seria reconhecer que, para continuar a suprir os

interesses de todos os grupos, deve haver geração de caixa suficiente, que é a base da

abordagem de geração de valor para o acionista. Quando houver um conflito, por exemplo,

entre valor para o cliente e valor para o acionista, a gestão deve resolver em favor dos

acionistas e da viabilidade a longo prazo do negócio, pois o valor para o acionista somente irá

materializar-se se os clientes estiverem dispostos a cobrir os custos gerados por um projeto.

Em cada decisão e ação tomada pela administração, esse será o critério de validação de

qualidade dos projetos e programas organizacionais.

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079
 Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

É em relação à produtividade do empreendimento que o mercado reage quando precifica

as ações de uma empresa. Em cada ação está embutida uma previsão implícita dos ganhos de

longo prazo (valor em excesso ao custo de produzí-la). Segundo Rappaport (2003, p. 92), há

três fatores que determinam o preço das ações: os fluxos de caixa, a previsão de longo prazo

desses fluxos e o custo de capital ou taxa de desconto que reflete o risco da empresa.

O mercado absorve informações da companhia na forma de relatórios e apresentações e

de fontes externas, impondo sua visão acerca das perspectivas da empresa por meio do preço

de mercado da ação. O preço de mercado, por sua vez, é um sinal para a empresa acerca do

nível de realizações necessárias para que os acionistas obtenham taxas de retorno requeridas.

Ao interpretar os sinais do mercado, os gestores podem comparar seus planos com as

previsões de mercado e eventualmente tentar diminuir lacunas de desempenho.

Inovação tecnológica e tecnologias de ruptura

Christensen (1997, p. XV), faz uma diferenciação entre tecnologias sustentadas e

tecnologias de ruptura. Tecnologias sustentadas são aquelas que procuram melhorias

seqüenciais em produtos e serviços existentes, nas dimensões de performance historicamente

valorizadas pelos seus maiores clientes dos grandes mercados. Essas mudanças podem ser

incrementais ou radicais, mas não mudam o referencial da solução. Tecnologias de ruptura,

por sua vez, trazem ao mercado uma proposta de valor radicalmente diferente da solução

predominante no mercado. Inicialmente, em geral, essas tecnologias de ruptura têm

performance inferior às tecnologias dominantes, e entram no mercado atendendo um grupo

mais restrito de clientes atraídos por algumas de suas características únicas. À medida que

essas tecnologias evoluem, podem rapidamente conquistar o mercado em função de seus

benefícios diferenciados, tornando-se uma ameaça real às tecnologias sustentadas.

Christensen, Rainor e Anthony (2003, p.1) estabelecem um "dilema do inovador"

quando empresas continuam melhorando as opções existentes de produtos e serviços para

atingir as necessidades de seus melhores clientes. Fazendo exatamente o melhor nesse

sentido, elas criam oportunidades para novas companhias conquistarem seus mercados através

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079 Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

de produtos ou serviços conceitualmente novos, desenvolvidos e introduzidos inicialmente em

segmentos menos atrativos para as líderes ou mesmo em nichos.

O dilema do inovador assume a tomada de decisões racionais feitas pelas empresas

líderes visando os maiores retornos para seus acionistas, onde investir agressivamente em uma

tecnologia de ruptura não é uma decisão financeira racional. Christensen (1997, p. XVII)

destaca três componentes desse raciocínio: em função de produtos com tecnologias de ruptura

serem geralmente mais simples e baratos, também oferecem menores margens; tecnologias de

ruptura são tipicamente comercializadas em mercados emergentes e de tamanho

insignificante; e, por último, os melhores clientes das empresas estabelecidas inicialmente não

podem nem querem usar produtos baseados em tecnologias de ruptura. Isso se deve ao fato de

que a velocidade de inovação que um mercado demanda ou pode absorver é diferente da

velocidade de progresso tecnológico, o que significa que produtos que não pareçam tão úteis

para os clientes hoje (uma tecnologia de ruptura) podem ser amplamente demandados num

futuro próximo.

Outra questão ligada ao desenvolvimento de tecnologias de ruptura está associada ao

monitoramento do mercado e avaliação dos projetos de investimento. As abordagens

tradicionais de análise parecem adequadas às oportunidades em tecnologias sustentadas

porque o tamanho e taxas de crescimento dos mercados existentes são conhecidos, as

trajetórias de evolução tecnológica podem ser estabelecidas e as necessidades dos principais

clientes estão bem articuladas, mas parecem falhar ao lidar com previsões para tecnologias de

ruptura, embora existam vantagens documentadas em ser o pioneiro nessas tecnologias

(CHRISTENSEN, 1997, p.XXII).

Segundo Christensen (1997, p.XX), com poucas exceções, as únicas ocorrências em que

empresas estabelecidas conseguiram apresentar-se em tempo para competir num cenário de

tecnologias de ruptura dão-se quando os gerentes designam uma estrutura organizacional

autônoma para lidar com a nova oportunidade de negócio. Para o autor, "[...] as companhias

podem ter sucesso em tecnologias de ruptura quando seus gerentes alinharem a organização

com as forças da dependência de recursos, em vez de ignorar ou lutar contra elas". (Id., p.

XXI).

Além de uma estrutura organizacional dedicada, tecnologias de ruptura requerem a

existência de capacidades organizacionais bem desenvolvidas. A primeira capacidade vem

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079
 Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

dos processos, ou dos métodos através dos quais as pessoas tenham aprendido a transformar

entradas como trabalho, energia, materiais, informação, dinheiro e tecnologia em saídas de

maior valor. A segunda capacidade está nos valores organizacionais, que são os critérios

através dos quais gerentes e empregados tomam decisões de avaliação e priorização de

investimentos em projetos alternativos de tecnologia.

Segundo Christensen (1997, p. 228), talvez a maior barreira de entrada que os pequenos

entrantes tenham a seu favor em segmentos servidos por tecnologias de ruptura seja

justamente o fato que investir nessas tecnologias não faz sentido financeiro para as

companhias líderes, que vão preferir aplicar seus recursos na tecnologia sustentada para obter

rentabilidades marginais e seguras.

Mercado de ações e sua influência na governança corporativa

As empresas de capital aberto têm no mercado de ações uma fonte importante de

recursos para investimento e sobrevivência. Rappaport (2001, p. 26) lembra que cerca de 40%

dos lares norte-americanos possuem ações individuais ou fundos mútuos, e milhões de

empregados mantêm interesse direto no desempenho de ações mediante participação em

fundos. No Brasil, o mercado de capitais e a participação das empresas de capital aberto e

fundos de investimento é muito menor, mas também atingiu níveis significativos.

Ainda em 1959, Drucker (1981, p.8) afirmava que, em cada decisão, a administração

deveria colocar o desempenho econômico em primeiro lugar, pois só poderia justificar sua

existência e autoridade mediante os resultados que produzisse. Embora fosse discutível que a

motivação seja a maximização de lucros, é absolutamente necessário que a empresa produza o

lucro necessário para cobrir seus riscos futuros, para continuar funcionando e manter intacta

sua capacidade geradora de riquezas.

A riqueza dos acionistas é tratada de forma mais direta por autores da área de finanças.

Para Braga (1989, p. 31), "[...] pode-se admitir que o objetivo primordial da empresa é o de

maximizar a riqueza de seus proprietários". Essa riqueza seria representada pelo valor de

mercado da empresa e pelo preço alcançado na venda de seus direitos de participação no

capital social.

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079
 Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

Cokins e Stratton (2002), afirmam que todas as companhias competem entre si nos mercados financeiros. Essas companhias necessitam mostrar um retorno aceitável aos investidores para sobreviver e crescer, caso contrário padecerão em função de falta de capital para reinvestimento ou pelos altos prêmios requeridos por novos fundos. Administradores de fundos que competem pelo dinheiro dos investidores estarão mais que motivados para pressionar CEOs de baixo desempenho e históricos pobres.

Assim, a alta administração é um potencial alvo de controle. Um problema da orientação voltada para a maximização do valor ao acionista é garantir que os administradores ajam no melhor interesse dos acionistas, em vez de privilegiar outros grupos de interesse ou suas metas pessoais. A lógica da leitura de mercado adota a premissa de que os administradores devam enfrentar conseqüências desagradáveis ao se desviarem do interesse do acionista, caso contrário a distribuição de risco entre acionista e administrador seria muito desigual. Isso pode ser obtido por uma série de fatores, como: dar aos administradores uma parcela relativamente grande da propriedade em ações, atrelar a remuneração ao retorno do acionista, prover responsabilidade solidária sobre os seus atos na empresa, incentivar a perda ou aumento de renome do administrador em função dos resultados alcançados, ou ainda pela ameaça de demissão do gerente ou potencial aquisição/incorporação por outra empresa.

A cartilha da CVM (Comissão de Valores Mobiliários, 2002, p. 2) define governança corporativa como "[...] o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital [...]".

O princípio por trás do conceito de governança baseia-se na hipótese que, ao financiar companhias, os investidores estão sujeitos ao risco de apropriação indevida, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia, de parcela do lucro do seu investimento. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência (assembléias, estrutura acionária, conselhos de administração e grupos de controle), eqüidade de tratamento dos acionistas (proteção a acionistas minoritários) e prestação de contas (auditorias e demonstrações financeiras). O conselho de administração, principalmente, deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento.

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

A análise das práticas de governança tem importância no auxílio na decisão de

investimento à medida que determina o nível e as formas de atuação que os investidores

podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O

objetivo novamente é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança

corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do

mercado de capitais como alternativa de capitalização.

Os instrumentos aqui mencionados, por si só, podem trazer à alta administração um

grau de controle significativo sobre seus atos, mas também uma pressão que pode levá-la a

decisões sob condições restritivas. Dessa forma, caracteriza-se sobre ela uma situação de

controle externo, ao menos a partir dos atores participantes do mercado de ações.

Orientação de maximização de valor ao acionista e inovação

Para Christensen e Raynor (2003, p. 109):

[...] dispõe-se de provas contundentes de que, depois do amadurecimento do negócio principal da empresa, a busca de plataformas de crescimento

envolve grandes riscos. Cerca de uma em cada dez empresas é capaz de sustentar o tipo de crescimento que se traduz em aumento do retorno para os

acionistas acima da média do mercado durante mais do que uns poucos

anos.[..]

A questão de como manter taxas de crescimento e rentabilidade elevadas da perspectiva

dos acionistas impele a administração a gerar novas estratégias e investimentos agressivos

para atender às expectativas de mercado. À medida que as atuais tecnologias ficam maduras,

apostas de risco podem ser necessárias para gerar uma nova posição privilegiada de mercado.

Por outro lado, quando os planos falham, o mercado investidor imediatamente derruba as

ações, gestores são demitidos e restabelece-se o curso anterior, de obtenção de rentabilidades

marginais em negócios maduros de baixo crescimento.

Investidores têm a tendência de trazer perspectivas de crescimento futuro a valor

presente e precificá-las através do valor de mercado de uma ação. Assim, ainda que o negócio

da empresa esteja avançando mais que os concorrentes e a uma taxa razoável, esses resultados

já estão hoje precificados, e novos aumentos de riqueza para o acionista virão apenas através

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079 Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

de crescimento mais rápido que as expectativas de seus acionistas, ou variações inesperadas na taxa de crescimento de geração de lucro e caixa no negócio em relação ao consenso dos

analistas de mercado.

A magnitude das apostas dos analistas e acionistas na capacidade de geração de valor

das companhias as coloca também em situação desigual de pressão sobre resultados:

Christensen (2003, p.111), mostra que o cálculo dos valores presentes das taxas de

crescimento esperadas se baseiam no reconhecimento da capacidade histórica da empresa em

gerá-las. Enquanto para a General Motors apenas 5% do valor da ação resultava de projeções

de resultados esperados de investimentos ainda a serem feitos, para a Dell Computers a

proporção chegava a 78%.

A administração de inovações espelha o processo de alocação de recursos

(CHRISTENSEN, 1997, p. 226). Propostas de inovação que obtém fundos e pessoas

suficientes podem naturalmente ser bem sucedidas, enquanto as propostas que não são

priorizadas sofrerão pela falta de recursos e muito provavelmente não prosperarão. A maior

razão de insucesso de iniciativas de inovação é a complexidade do processo de alocação de

recursos na companhia. Decisões de alocação de recursos estão sujeitas a considerações

políticas e de priorização entre grupos de interesse e influência na empresa. Ainda quando

decidida a alocação, sua implementação está nas mãos de funcionários cujo quadro de

referência foi forjado sob as tecnologias sustentadas, e que podem não entender ou querer dar

foco em uma tecnologia de ruptura, inicialmente menos lucrativa e mais arriscada que a

tecnologia atual.

Uma tecnologia de ruptura também representa um desafio de marketing: uma

companhia que trabalha a tecnologia sustentada sabe como atender seus clientes e têm

referencias bem estabelecidos para isso, dando a eles cada vez melhores versões de produtos.

Uma tecnologia de ruptura não atende aos clientes principais em sua fase de introdução, mas

geralmente encontra em alguns segmentos menores uma base de clientes interessada em

alguns de seus benefícios. Trata-se, portanto, de uma questão de cunho mercadológico

encontrar um nicho de criação da tecnologia de ruptura, com todas as implicações em termos

de entendimento e serviço para esse nicho, o que pode também não ser uma iniciativa de alta

prioridade em uma companhia pressionada por rentabilidade.

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079
 Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

A análise de viabilidade de uma tecnologia de ruptura pode necessitar de um conjunto de informações e um quadro de referência diferente das tecnologias sustentadas, ou

simplesmente pode não estar disponível, o que torna as decisões de investimento mais

arriscadas e menos estruturadas. Organizações que não tenham tolerância a falhas em projetos

julgarão difícil uma entrada em iniciativas com tecnologias de ruptura.

Gerentes de nível médio desempenham um papel crucial nos processos de inovação nas

empresas (CHRISTENSEN; RAYNOR, 2003, p. 114). No esforço de conseguirem recursos

para investimento em novas idéias, transformam os primeiros insights em planos de negócio,

sendo que muitas dessas idéias morrem na fonte, pela avaliação prévia desses mesmos

gerentes. Eles podem hesitar em se apresentar aos gerentes sênior com planos de negócios

cujos novos conceitos de produto não tenham um mercado atraente garantido, ou cujas

informações de mercado sejam pouco confiáveis e nebulosas, ou ainda que os clientes

importantes não tenham dado um retorno caloroso sobre a utilidade do novo conceito. Um

projeto mal sucedido ou cuja apresentação tenha fracassado pode ser entendido por um

gerente como um fracasso pessoal que prejudique suas perspectivas de carreira.

Esse processo de modelagem faz com que idéias radicalmente novas que subvertam a

atual proposta de valor dominante sejam sucessivamente remodeladas para agradar as

perspectivas da administração e dos acionistas, em termos de retornos crescentes, seguros e de

menor prazo.

Esse dilema, ou aparente conflito que as empresas líderes enfrentam ao lidar com

tecnologias sustentadas e de ruptura, pode ser resolvido (CHRISTENSEN, 1997, p. 228).

Primeiro, é necessário entender os conflitos que envolvem as decisões de investimento, para

depois alinhar os recursos da organização e os mercados servidos de acordo com o portfólio

de tecnologias que a empresa conscientemente deseje servir. Muito desse trabalho deriva da

compreensão da questão da rentabilidade e da força que o grupo de acionistas possa ter sobre

a decisão de alocação de recursos em projetos de desenvolvimento de tecnologia.

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079
Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

Críticas à orientação de maximização de valor ao acionista

Apesar de suportada por um referencial teórico robusto e pela aplicação nas maiores

organizações do mundo, a orientação de maximização de valor ao acionista vem recebendo

repetidas críticas, seja no meio acadêmico, seja por parte de outros grupos de interesse em

relação às companhias.

Kennedy (2000), em sua avaliação crítica da orientação de maximização de valor ao

acionista, lembra que enquanto as idéias de maximização de valor se expandiam para as

empresas fundadas em épocas anteriores, as novas companhias do final do século XX nasciam

já com o expresso objetivo de primordialmente gerar um fluxo de recursos significativo a seus

fundadores e "venture capitalists". Esse movimento atingiu seu auge nos anos 90, com uma

fase de significativo crescimento econômico e o surgimento da então chamada nova

economia, com o fenômeno das empresas "ponto.com". Para Kennedy, a própria ética

dominante dos negócios teria mudado: de prover uma solução para uma necessidade a um

mercado, para fazer o máximo de dinheiro no menor período de tempo, e essa lógica

rapidamente teria se espalhado para empresas fundadas em outras épocas, tornando-se a

orientação dominante. A inovação, a exemplo da fase anterior, continuou sendo a principal

razão de lançamento de negócios, mas desta vez acompanhada de uma imediata resposta de

mercado através do lançamento dessa companhia no mercado de ações, sem necessariamente

a comprovação da viabilidade e eficácia do modelo de negócios. Uma normatização de

técnicas de gerenciamento atribuídas a esse período incluíam necessariamente a incursão nos

campos do downsizing, da terceirização de serviços não essenciais, da reengenharia de

processos e dos provedores de baixo custo.

Do ponto de vista de outros grupos de interesse, Kennedy (2000) ressalta efeitos

negativos sobre o grau de comprometimento de empregados não sujeitos aos esquemas de

compensação baseado em opções de ações, levando a uma geração de agentes apenas

interessados em sucesso pessoal e retorno rápido em suas carreiras, sem comprometimento

com as organizações das quais fazem parte, vitimados por sucessivas terceirizações, fusões e

processos de automação. Para fornecedores, a pressão pela redução de custos e maior poder

de barganha teria levado à consolidação sucessiva em busca de maior escala. Para os

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079
 Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

consumidores, o autor enxerga uma reação consubstanciada na perda da lealdade e no

comportamento de compra baseado primordialmente na busca do menor preço possível.

Embora a nenhum ator em específico possam ser creditados a criação e o

desenvolvimento da orientação de maximização de valor ao acionista em nossas corporações,

Kennedy (2000, p. 159) defende que muito se deve à rápida adoção do ideário por parte dos

grandes CEOs, que de dedicaram a programas de curto prazo focados principalmente em

inflar o preço de suas ações. Esse relativamente pequeno grupo de pessoas teria sido o

principal agente propagador e implementador da nova orientação.

Kennedy (2000, p. 207) não considera a orientação de valor ao acionista errada em

conceito, mas sim que a mesma tenha levado as empresas a uma armadilha potencialmente

séria, à medida que relega a consistência de objetivos a longo prazo a um segundo plano. É

necessário rever a noção de valor ao acionista para incorporar a construção e repartição de

riqueza, com a conotação de criar permanência e legado na atividade empresarial.

Christensen (1997) aborda a questão de como grandes companhias, com poucas

exceções, têm dificuldades quando enfrentam o surgimento de novas tecnologias, chamadas

tecnologias de ruptura, a não ser que formem unidades autônomas, livres das pressões

imediatas por resultados, para lidar com o desenvolvimento de novas tecnologias. Para o autor

(1997, p. 103), inovação e alocação de recursos são faces da mesma moeda: padrões de

inovação seguem padrões de alocação de recursos, por sua vez condicionados à política da

organização em relação à autonomia de unidades de negócios e horizontes de lucratividade de

projetos.

O surgimento e gerenciamento dos projetos de crescimento via inovação parecem ser

afetados por essa lógica de maximização de riqueza do acionista de uma maneira que pode, no

longo prazo, voltar-se justamente contra essa lógica. Uma idéia de inovação ou proposta de

investimento em tecnologias de ruptura emerge como um rascunho na companhia, e passa por

um processo de modelagem progressiva que a converte em uma proposta formal e num plano

de negócios, que segue regras e padrões de análise de viabilidade de uma tecnologia

sustentada. Ao longo desse caminho, uma idéia depara-se com forças poderosas que, baseadas

em expectativas de mercado, privilegiam planos seguros, com mercados garantidos e

investimentos marginais.

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079
 Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

 $e{\rm Gesta},$ v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

Levitt (1990, p. 59), prevê uma crescente indiferenciação na gestão das empresas, à

medida que as companhias, cada vez mais forçadas a responder às exigências do mercado

acionário para resultados a curto prazo, são impelidas a uma convergência nas práticas que

influenciam a gestão e na forma como se posicionam ante a seus mercados.

Também pode ser associada uma crítica de caráter ideológico em qualquer orientação

administrativa predominante, e isso não é um privilégio da orientação para maximização de

valor ao acionista, mas aplica-se às teorias de administração em geral, entendidas pelo

movimento pós-moderno como ideologias de dominação. Acadêmicos, particularmente os de

administração, são vistos como ideólogos, que servem a grupos dominantes por meio do

processo de socialização nas escolas de negócios e suportam gerentes com idéias e uma aura

científica no uso de técnicas de dominação administrativa. A tensão entre o controle técnico e

os aspectos humanos cede à realização eficiente das freqüentemente desconhecidas, mas

certamente "racionais" e "legítimas" metas administrativas. (FISCHER et al., p. 239-242).

As críticas à abordagem de maximização do valor do acionista concentram-se na pouca

atenção dada aos outros grupos de interesse na companhia e ao potencial sacrifício do

desempenho ao longo prazo em função de lucratividade no curto prazo. Segundo seus críticos,

nossas empresas estariam "hipotecando seu futuro" em troca de altos lucros trimestrais. Essa é

basicamente a crítica feita por Christensen às empresas líderes que falham na implementação

de tecnologias de ruptura e acabam por perder parcelas significativas de seus mercados.

Considerações finais

Este artigo procurou fazer uma análise preliminar sobre a influência da orientação de

maximização de valor ao acionista sobre o processo de inovação tecnológica, especialmente

no tocante à adoção de tecnologias de ruptura por empresas líderes em tecnologias maduras.

De acordo com o esquema conceitual, buscou-se a definição dos atores que afetam as decisões

sobre recursos (principalmente acionistas, administradores de fundos e analistas de mercado)

e as características de decisão que impactam a adoção e implementação de um projeto de

inovação baseado em uma tecnologia de ruptura, tal qual definida por Christensen (1997).

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079

Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

Desse esquema, parece ser sustentável a hipótese de que a base conceitual da orientação da maximização do valor ao acionista, da maneira como é percebida pelos administradores e através de seus mecanismos atuais de poder e controle via precificação de ações, pode agir como uma barreira à entrada das companhias atualmente líderes em seus segmentos em projetos de tecnologias de ruptura e, porisso, levá-las a uma situação de perda dramática de

mercado em caso de sucesso dessas tecnologias.

A tarefa deste artigo, pela sua limitação, era apenas avaliar a possibilidade de ligação entre a teoria de inovação por ruptura de Christensen e uma orientação prática que afeta a alta administração das empresas de capital aberto. Não fez parte do plano de trabalho avaliar se a orientação de maximização ao acionista é superior à orientação de balanceamento das expectativas de todos os *stakeholders*, nem foi idéia reivindicar uma reconstrução do modelo de intervenção do mercado acionário na governança corporativa. Esses temas certamente requerem um tratamento mais complexo.

Do ponto de vista do gerenciamento da inovação, um prolongamento deste trabalho poderia dar conta das ações que a administração pode tomar no sentido de reduzir a dependência dos acionistas e lidar com as restrições impostas, como previsto pela própria teoria. Estudos que analisem o potencial de arranjos organizacionais autônomos (unidades de negócio ou forças-tarefa) voltados para a implementação de tecnologias de ruptura, do desenvolvimento de estruturas de monitoramento e estudo de mercado que lidem com altos graus de incerteza e uma melhor compreensão dos ciclos de vida de tecnologias de ruptura teriam o potencial de ajudar na implementação dessas inovações, mesmo sob as condições vigentes de mercado.

Nestas considerações finais, fica também a sugestão para futuros trabalhos que analisem mais profundamente aspectos que parecem problemáticos no controle exercido por acionistas sobre a administração, em relação ao balanceamento de necessidades entre *stakeholders*, na adequação de critérios isolados de avaliação usados pelos analistas quanto à performance de longo prazo e aos aspectos menos tangíveis dos investimentos, na possibilidade de manipulação de índices por parte de administradores interessados em inflar os preços da ação e na falta de medidas que desçam do nível corporativo e sejam aplicáveis à avaliação das unidades de negócio.

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120

Outra abordagem que parece promissora é analisar até que ponto a orientação de

maximização de valor ao acionista foi efetivamente implementada, com todas as suas

implicações (MICKLETHWAIT; WOOLDRIDGE, 1998, p. 153-155). Nem a crítica de

Kennedy (2000) pôde contestar a validade conceitual da orientação de maximização de valor

ao acionista: o que se vê, contudo, são inúmeras críticas sobre a sua implementação

desbalanceada, em termos de assumir uma visão compatível com objetivos de curto e longo

prazo, com a preocupação com os outros grupos de interesse na organização e com o aspecto

ético do gerenciamento financeiro com vistas à apuração de resultados.

Outra linha de raciocínio poderia ser levantada na averiguação dos impactos da

orientação de maximização do acionista sobre a padronização das ferramentas e modelos de

gestão. Uma pesquisa empírica pode trazer alguma luz à discussão sobre a indiferenciação das

grandes companhias do ponto de vista estratégico e de relacionamento com os grupos de

interesse e sociedade.

Para finalizar, cabe uma palavra sobre uma responsabilidade da administração que não

deveria depender de controle ou pressões externas: gerenciar, na medida mais ampla do

termo. Um trecho do depoimento de Carlos Ghosn, executivo da Nissan, dado à revista

Exame (15 out. 2003), é esclarecedor:

No que diz respeito à gestão de curto prazo, a culpa não cabe unicamente aos

analistas.[...] Se uma empresa só expressa uma previsão de curto prazo [...] eles não têm

outras referências [...] Se a administração não fornece elementos confiáveis, quantificados,

com um cronograma, porque não quer se comprometer por três anos, ela se torna, então,

cúmplice dessa situação.

Referências Bibliográficas

BOVESPA. São Paulo (SP). A importância do mercado de ações para o desenvolvimento da

economia e do país. Disponível em: <a href="http://www.bovespa.com.br/mercado\_acoes.htm">http://www.bovespa.com.br/mercado\_acoes.htm</a> >.

Acesso em: 10 out. 2004.

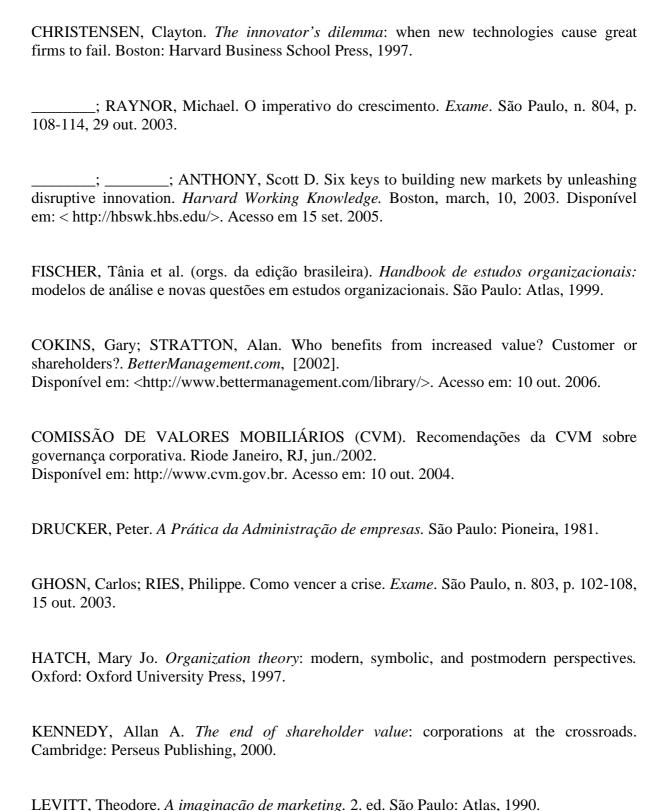
BRAGA, Roberto. Fundamentos e técnicas de administração financeira. São Paulo: Atlas,

1989.

eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios - ISSN 1809-0079
 Mestrado em Gestão de Negócios - Universidade Católica de Santos

Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais - Universidade de Santiago de Compostela

eGesta, v. 3, n. 2, abr.-jun./2007, p. 101-120



MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. *Os bruxos da Administração*: como entender a Babel dos gurus empresariais. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

MORGAN, Gareth. Imagens da organização. São Paulo: Atlas, 1996.

PFEFFER, Jeffrey; SALANCIK, Gerald R. *The external control of organizations*: a resource dependence perspective. Stanford: Stanford Business Books, 2003 (rev.).

RAPPAPORT, Alfred. *Gerando valor para o acionista*: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

O autor:

### Marcio Tadeu Furrier

Product MKT Mgr. IPG Supplies - Latin America Telefone: +551155025690 e-mail: marcio.furrier@hp.com

Graduação em Administração de Empresas; FEA/USP MBA em Marketing; ESPM/SP Mestre em Administração; PUC/SP e-mail:matf@uol.com.br