

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISA EM  
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

**ALEXANDRE FERNANDES BRAGA**

**DETERMINANTES DE VALOR DAS EMPRESAS POSTAIS  
SOB A PERCEPÇÃO DOS GESTORES DA EMPRESA  
BRASILEIRA DE CORREIOS E TELÉGRAFOS**

**VITÓRIA  
2017**

**ALEXANDRE FERNANDES BRAGA**

**DETERMINANTES DE VALOR DAS EMPRESAS POSTAIS  
SOB A PERCEPÇÃO DOS GESTORES DA EMPRESA  
BRASILEIRA DE CORREIOS E TELÉGRAFOS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE) como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante, na área de concentração Finanças e Mercado Financeiro.

**Orientador:** Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa

**VITÓRIA  
2017**

**ALEXANDRE FERNANDES BRAGA**

**DETERMINANTES DE VALOR DAS EMPRESAS POSTAIS  
SOB A PERCEPÇÃO DOS GESTORES DA EMPRESA  
BRASILEIRA DE CORREIOS E TELÉGRAFOS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE) como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante, na área de concentração Finanças e Mercado Financeiro.

Aprovada em 15 de março de 2017.

**COMISSÃO EXAMINADORA**

**Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa**

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças  
(FUCAPE)  
Orientador

**Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth**

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças  
(FUCAPE)

**Prof. Dr. Danilo Soares Monte-mor**

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças  
(FUCAPE)

*Dedico este trabalho aos meus filhos, Gabriel e Filipe, e a minha esposa Silvana.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a DEUS pela luz que se transformou em força para a realização deste mestrado.

Sou eternamente grato aos meus pais pelo amor e sacrifício realizado em prol de uma educação de qualidade.

Agradeço ao professor Dr. Fábio Moraes da Costa pela sua orientação, paciência e dedicação na condução deste processo de ensino-aprendizagem.

Aos professores Dr. Danilo Soares Monte-mor e Dr. Aziz Xavier Beiruth pelas valiosas contribuições e aos demais professores da FUCAPE que contribuíram para o meu desenvolvimento acadêmico e profissional.

Aos demais colaboradores da FUCAPE sempre dispostos a auxiliar em pesquisas e suporte para que possamos usufruir ao máximo de toda estrutura montada para o nosso desenvolvimento.

À Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos pela oportunidade concedida e aos seus colaboradores pelo incentivo e apoio no desenvolvimento deste estudo.

Aos colegas Marcio Rodrigues dos Santos Souza e Patrícia Braga pelo apoio no desenvolvimento desta pesquisa.

## RESUMO

O setor postal vem passando por transformações significativas, dado que a queda do tráfego mundial de cartas tem levado à diversificação dos seus negócios. Além disso, parte do segmento está deixando de ser controlada pelo governo e abrindo o seu capital para a iniciativa privada. Por ser um fato recente, há uma lacuna relacionada a estudos que possam contribuir para a compreensão sobre determinantes de valor desse setor. Assim, este estudo teve como objetivo identificar os principais direcionadores com capacidade de prever valor das empresas postais, sob a percepção de profissionais que atuam nesse setor. Para tanto, foi aplicado questionário junto aos gestores da Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos que tenham relação com questões estratégicas na organização, cuja escolha se deu por conveniência e oportunidade. Por meio da aplicação de questionários, foram avaliados direcionadores financeiros e não financeiros já identificados na literatura de Finanças, além daqueles que seriam específicos do setor postal. A pesquisa identificou, por meio da análise de *Cluster*, que os direcionadores específicos do setor postal foram percebidos pelos gestores como os que mais contribuem na previsão de valor da empresa. Este estudo contribui para a avaliação de empresas, auxiliando gestores e investidores na tomada de decisão de forma a maximizar o valor de organização do setor postal no longo prazo.

**Palavras-chaves:** Avaliação de empresas; direcionadores de valor; administração postal.

## **ABSTRACT**

The postal sector has been undergoing significant transformation, since the drop in global traffic of letters has led to the diversification of its business. Furthermore, the government is no longer controlling part of the segment, which is opening its capital to the private sector. Being a recent fact, there is a gap related to studies that may contribute to the understanding of value determinants of this sector. Hence, this study aimed to identify the main value drivers with the capacity to predict value of postal companies, under the perception of professionals working in this sector. Therefore, a questionnaire was applied within the managers of Correios – the Brazilian Postal Operator –, who are dedicated and work on the strategic matters of the company, chosen by convenience and opportunity. Through the application of questionnaires, financial and non-financial drivers – already identified in the Finance literature –, were evaluated, in addition to those that would be specific to the postal sector. The research identified, through the Cluster analysis, that the specific drivers of the postal sector were perceived by the managers as the ones that contribute the most in the prevision of value of the company. This study contributes to the evaluation of companies, assisting managers and investors in decision making in order to maximize, to long term, the value of organization in the postal sector.

**Keywords:** Valuation; value drivers; postal administration.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

|                                                                                 |    |
|---------------------------------------------------------------------------------|----|
| Quadro 1 – Estudos sobre criação de valor e seus determinantes financeiros..... | 21 |
| Figura 2 – Processo de prestação de serviços postais.....                       | 29 |
| Quadro 3 – Variáveis da pesquisa por categoria e subcategoria.....              | 42 |
| Figura 4 – Proporção de indicadores por categoria nos <i>Cluster</i> 1 e 2..... | 57 |



## LISTA DE TABELAS

|                                                                                                    |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1 – Relação entre estratégia e direcionador de valor.....                                   | 20 |
| Tabela 2 – Estudos sobre direcionadores não financeiros e criação de valor.....                    | 27 |
| Tabela 3 – Distribuição da população e amostra por função.....                                     | 39 |
| Tabela 4 – Estatística descritiva da amostra.....                                                  | 47 |
| Tabela 5 – Média dos indicadores financeiros por PV.....                                           | 48 |
| Tabela 6 – Média dos indicadores não financeiros por PV.....                                       | 49 |
| Tabela 7 – Média dos indicadores do setor postal por PV.....                                       | 52 |
| Tabela 8 – Análise de <i>Cluster</i> para os valores médios – capacidade de prever valor (PV)..... | 54 |
| Tabela 9 – Teste de média para capacidade de prever valor (PV) .....                               | 55 |
| Tabela 10 - Estatística do modelo de regressão múltipla.....                                       | 59 |

## LISTA DE SIGLAS

|       |                                                                                   |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| B2B   | <i>Business-to-Business</i> (de Empresa para Empresa)                             |
| B2C   | <i>Business-to-Consumer</i> (de Empresa para Consumidor Final)                    |
| CAPEX | <i>Capital Expenditure</i> (Investimento em Ativo Fixo)                           |
| CCL   | Capital Circulante Líquido                                                        |
| EUA   | Estados Unidos da América                                                         |
| EVA   | <i>Economic Value Added</i> (Valor Econômico Adicionado)                          |
| FU    | Frequência de Uso de Direcionador de Valor                                        |
| FO    | Facilidade de Obtenção de Informação de Direcionador de Valor                     |
| IPC   | <i>International Post Corporation</i>                                             |
| IPO   | <i>Initial Public Offering</i> (Oferta Pública Inicial)                           |
| M&A   | <i>Mergers and Acquisitions</i> (Fusões e Aquisições)                             |
| MLCX  | Índice BM&FBOVESPA Mid-Large Cap                                                  |
| MVNO  | <i>Mobile Virtual Network Operator</i> (Operadora Móvel com Rede Virtual)         |
| NOPAT | <i>Net Operating Profit After Taxes</i> (Lucro Operacional Líquido após Impostos) |
| OMC   | Organização Mundial do Comércio                                                   |
| POPS  | Tamanho da População Atendida                                                     |
| PV    | Capacidade de Prever Valor de Direcionador de Valor                               |
| ROA   | <i>Return on Assets</i> (Retorno sobre Ativos)                                    |
| ROCE  | <i>Return on Capital Employed</i> (Retorno sobre Capital Empregado)               |
| ROE   | <i>Return on Equity</i> (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)                      |

|      |                                                                         |
|------|-------------------------------------------------------------------------|
| ROIC | <i>Return Over Invested Capital</i> (Retorno sobre Capital Investido)   |
| SMLL | Índice BM&FBOVESPA Small Cap                                            |
| SPU  | Serviço Postal Universal                                                |
| UPU  | União Postal Universal                                                  |
| VBM  | <i>Value Based Management</i> (Gestão Baseada em Valor)                 |
| VPA  | Valor por Ações                                                         |
| WACC | <i>Weighted Average Capital Cost</i> (Custo Médio Ponderado do Capital) |

## SUMÁRIO

|          |                                                                                                                                           |           |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>INTRODUÇÃO .....</b>                                                                                                                   | <b>12</b> |
| <b>2</b> | <b>REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>                                                                                                           | <b>18</b> |
| 2.1      | GESTÃO BASEADA EM VALOR .....                                                                                                             | 18        |
| 2.1.1    | <i>Direcionadores Financeiros de Valor .....</i>                                                                                          | <i>19</i> |
| 2.1.2    | <i>Direcionadores Não Financeiros de Valor .....</i>                                                                                      | <i>23</i> |
| 2.2      | INDÚSTRIA POSTAL.....                                                                                                                     | 29        |
| 2.2.1    | <i>Direcionadores de valor específicos do setor postal.....</i>                                                                           | <i>30</i> |
| 2.2.2    | <i>Diversificação .....</i>                                                                                                               | <i>33</i> |
| 2.2.3    | <i>Corporatização e concentração de propriedade/controlado acionário.....</i>                                                             | <i>36</i> |
| <b>3</b> | <b>METODOLOGIA .....</b>                                                                                                                  | <b>39</b> |
| 3.1      | POPULAÇÃO E AMOSTRA.....                                                                                                                  | 39        |
| 3.2      | INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS E VARIÁVEIS DA PESQUISA.....                                                                               | 40        |
| 3.3      | MÉTODOS ESTATÍSTICOS .....                                                                                                                | 43        |
| 3.3.1    | <i>Análise de Cluster.....</i>                                                                                                            | <i>43</i> |
| 3.3.2    | <i>Análise adicional: modelo de regressão .....</i>                                                                                       | <i>44</i> |
| <b>4</b> | <b>ANÁLISE DOS DADOS .....</b>                                                                                                            | <b>47</b> |
| 4.1      | ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....                                                                                                               | 47        |
| 4.1.1    | <i>Categoria Financeira.....</i>                                                                                                          | <i>48</i> |
| 4.1.2    | <i>Categoria Não Financeira.....</i>                                                                                                      | <i>49</i> |
| 4.1.3    | <i>Categoria Setor Postal.....</i>                                                                                                        | <i>51</i> |
| 4.2      | ANÁLISE DE CLUSTER .....                                                                                                                  | 53        |
| 4.3      | ANÁLISE ADICIONAL: MODELO DE REGRESSÃO .....                                                                                              | 59        |
| <b>5</b> | <b>CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>                                                                                              | <b>61</b> |
|          | <b>REFERENCIAS.....</b>                                                                                                                   | <b>64</b> |
|          | <b>APÊNDICE 1 – PESQUISA SOBRE DETERMINANTES DE VALOR DO SETOR POSTAL.....</b>                                                            | <b>68</b> |
|          | <b>APÊNDICE 2 – COMPARATIVO ENTRE MEDIDAS FINANCEIRAS E NÃO FINANCEIRAS APRESENTADAS POR DEMPSEY ET AL. (1997) E PESQUISA ATUAL .....</b> | <b>76</b> |
|          | <b>APÊNDICE 3 – ANÁLISE DE CLUSTER PARA OS VALORES MÉDIOS – FREQUENCIA DE USO (FU).....</b>                                               | <b>79</b> |
|          | <b>3 4 – ANÁLISE DE CLUSTER PARA OS VALORES MÉDIOS – FACILIDADE DE OBTENÇÃO DE INFORMAÇÃO (FO) .....</b>                                  | <b>80</b> |

## **Capítulo 1**

### **1 INTRODUÇÃO**

O setor postal tem passado por significativas transformações em função da substituição de correspondência em meio físico pelo meio digital, que resultou na redução do tráfego mundial de cartas (OMC, 2015). Em busca da sobrevivência, as administrações postais (comumente conhecidas como “correios”) têm investido em tecnologia e experimentado a diversificação dos seus negócios, atuando principalmente com serviços postais financeiros e com serviços de encomendas e logística.

De acordo com a União Postal Universal - UPU (2014) os serviços postais tradicionais (correspondência) representavam, em 2001, 53,2% da receita dos correios no mundo, enquanto que os serviços financeiros e de encomenda e logística representavam 24,4%. Em 2015, houve uma redução da participação dos serviços postais tradicionais para 41,4% e um crescimento dos serviços financeiros e de encomenda e logística para 36,9% (UPU, 2015), evidenciando a importância da diversificação para a sobrevivência das empresas deste setor.

Intensificando o panorama de mudanças, outra tendência identificada é a saída do Estado do papel de operador de serviços postais e a liberalização do setor. De acordo com a Organização Mundial do Comércio – OMC (2015), nas últimas décadas operadores postais públicos foram transformados em empresas e/ou privatizados com a redução ou abolição do monopólio postal, aumentando a concorrência no setor.

Segundo o *International Post Corporation* - IPC (2014, p. 12) vem crescendo a participação do capital privado nos operadores postais, em função do crescimento do número de *initial public offerings* (IPO's) e da quantidade de operações de fusões e aquisições (M&A) envolvendo a indústria postal.

O intenso processo de diversificação, a abertura de capital, as operações de M&A e as privatizações no setor postal têm gerado interesse dos investidores que buscam a maximização de valor (MARTIN et al., 2005). Determinar o valor da empresa e acompanhá-lo periodicamente é fundamental para a maximização da riqueza dos acionistas e para a sobrevivência da organização no longo prazo (MARTLANC; PASIN; CAVALCANTE, 2005; MARTIN et al., 2005).

Diversos estudos têm sido realizados para identificar os principais direcionadores de valor (*value drivers*). Parte significativa dos estudos foca no impacto de variáveis financeiras na determinação de valor para empresas (AKALU, 2002; MARCELO; QUIRÓS, 2002; AGUIAR et al., 2011; CORRÊA, 2012; LOCH et al., 2013); outros, evidenciam a importância das variáveis não financeiras que antecedem e contribuem na predição dos resultados financeiros (AMIR; LEV, 1996; DEMPSEY et al., 1997; MAVRINAC; SIESFELD, 1998; PACE; BASSO; SILVA, 2003; CASELANI; CASELANI, 2006; MALIGUETTI et al., 2009; YOO et al., 2012; BUDICA-IACOB; BUDICA, 2015).

A importância das variáveis não financeiras tem sido revelada, principalmente, no caso de empresas atuantes em setores com alto grau de mudança (tecnologia) e setores de prestação de serviços, pois são segmentos que dependem pesadamente dos intangíveis e da experiência dos seus profissionais (AMIR; LEV, 1996; MAVRINAC;

SIESFELD, 1998). Este é o caso do setor postal, que apesar de seu papel de comunicação e comércio, ainda não foram identificados estudos que abordem os principais direcionadores de valor deste setor.

É relevante ressaltar que os *drivers* de valor podem variar entre setores e empresas dentro do mesmo setor (MAVRINAC; SIESFELD, 1998; RAPPAPORT, 2001; AGUIAR et al., 2011; BUCCINI et al., 2014; BRITTO, 2015), dificultando a generalização. O setor postal tem diversas peculiaridades - tais como: a obrigatoriedade de prestação de serviço permanente em todo território nacional com preços uniformes (universalização do serviço postal); barreiras de entrada no mercado; regulação; entre outros - que exigem direcionadores de valor específicos, não se limitando àqueles de uso geral por qualquer setor.

Outro fator significativo é a dificuldade de acesso aos indicadores não financeiros. Por serem considerados estratégicos, por vezes os mesmos não encontram-se disponíveis; o que exige a busca da informação por meio da percepção dos executivos da organização quanto à relevância dos indicadores na predição de valor. Logo, este estudo buscou identificar, sob a ótica dos executivos que exercem funções estratégicas na Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (ou simplesmente Correios), sua percepção sobre os determinantes de valor no segmento postal.

A Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos é a 9ª (nona) maior empresa do setor em faturamento (a maior da América Latina) e que segue a tendência de diversificação do setor - com redução da participação dos serviços tradicionais e crescimento dos serviços financeiros e de logística e encomendas. Além disso, atua no

quinto maior país em área geográfica (8,5 milhões de Km<sup>2</sup>) e, atualmente, o Governo brasileiro estuda sua abertura de capital, dentro de um programa para redução da participação do Estado na economia por meio de venda de participação da União em estatais<sup>1</sup>.

Diante da lacuna na literatura, o objetivo deste trabalho é identificar os principais direcionadores com capacidade de prever valor de empresas postais, sob a ótica dos gestores da Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos, de forma a auxiliar os investidores/gestores na avaliação de empresa. Dessa forma, o problema de pesquisa é o seguinte: **quais são os principais direcionadores com capacidade de prever valor de empresas postais, sob a percepção dos gestores da Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos?**

Para tanto, foi aplicado questionário junto aos gestores dos Correios, que tenham relação com questões estratégicas, solicitando que indicassem, usando escala Likert de 5 pontos, a capacidade de previsão de valor das 73 variáveis utilizadas nesta pesquisa, que foram subdivididas por categoria (financeira, não financeira e do setor postal) e organizadas nas subcategorias propostas por Dempsey et al., quais sejam: financeiras; qualidade dos serviços e satisfação de clientes; eficiência de processo; inovação de produtos/processos; ambiente competitivo; qualidade/independência de gestão; administração de recursos humanos; e responsabilidade social.

Os resultados indicam, por meio da análise de agrupamento (*cluster*), que os direcionadores da categoria setor postal são percebidos como os que mais contribuem

---

<sup>1</sup> <http://oglobo.globo.com/economia/governo-temer-quer-abrir-capital-de-correios-casa-da-moeda-19309524>, acessado em 23/01/2017.



na previsão de valor da empresa, acompanhados de perto pelos indicadores da categoria não financeira. As variáveis que mais contribuem na previsão de valor de empresas postais, sob a percepção dos gestores, foram, por ordem de importância: tamanho do mercado postal; tamanho da concorrência potencial; participação de mercado; diversificação de clientes; tamanho da população atendida; e dimensão territorial coberta pelos serviços. Todas elas pertencentes a subcategoria “ambiente competitivo”.

Pretende-se, com este estudo, auxiliar investidores e gestores de empresas postais na tomada de decisão de forma a maximizar o valor da empresa. Os gestores poderão focar as suas ações no gerenciamento dos principais direcionadores de valor (*value drivers*), acompanhando os impactos nos resultados da empresa. Os achados podem ser úteis para investidores em seu processo de precificação, visando contribuir para a análise fundamentalista das empresas deste setor. Além disso, também visa ser útil para financiadores no tocante à avaliação de riscos das empresas com base nos principais direcionadores de valor. Por fim, este estudo contribui para o desenvolvimento da pesquisa de gestão baseada em valor, explorando setor postal que está em franca transformação.

Além desta introdução, o trabalho encontra-se dividido da seguinte forma: a partir de uma pesquisa bibliográfica, no capítulo 2 são apresentados os principais conceitos de gestão baseada em valor, com ênfase nos indicadores financeiros e não financeiros - por meio dos quais serão fundamentadas as variáveis da pesquisa, bem como as características e variáveis específicas referentes à indústria postal. No terceiro capítulo são abordados os procedimentos metodológicos e, na sequência (capítulo 4) são feitas

as análises dos resultados obtidos. Por fim, são enfatizadas as considerações finais, as contribuições do trabalho para futuros estudos.

## Capítulo 2

### 2 REFERENCIAL TEÓRICO

#### 2.1 GESTÃO BASEADA EM VALOR

Normalmente, as entidades têm como função objetiva maximizar o valor para o acionista, pois são eles que correm o maior risco por serem os detentores dos fluxos de caixa residuais, isto é, fluxo de caixa livre de qualquer compromisso (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000). Segundo Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 238), “para verificar se a criação de valor está acontecendo, é preciso determinar o valor da empresa e monitorá-lo constantemente”.

Uma alternativa para a gestão e o monitoramento da criação de valor nas organizações é a utilização do sistema VBM (*Value Based Management*). Trata-se de um sistema integrado de gestão que alinha os objetivos estratégicos, notadamente o de maximizar a riqueza dos acionistas, aos processos e as ações estratégicas da organização, por meio de direcionadores-chave de valor (*value drivers*) (MARTIN et al., 2005; CASELANI; CASELANI, 2006; CORRÊA, 2012; BUDICA-IACOB; BUDICA, 2015).

Por isso, torna-se relevante conhecer as variáveis (*value drivers*) que impactam o valor da empresa (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000, p. 96). A identificação dos direcionadores de valor mais representativos para uma empresa permite aos gestores tanto um aprimoramento constante das atividades que agregam valor quanto uma

oportunidade de melhorar os processos necessários para desempenhar determinadas atividades que consomem valor (AGUIAR et al., 2011). Portanto, “os *value drivers* são considerados medidas proativas de desempenho, sobre as quais podem ser previstos e avaliados os resultados” (CASELANI; CASELANI, 2006, p. 2).

É relevante ressaltar que os direcionadores precisam ser compreendidos por todos os empregados (CORRÊA, 2012) e adequados às características da empresa e do setor de atuação. (RAPPAPORT, 2001; AGUIAR et al., 2011; BUCCINI et al., 2014).

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000), os indicadores-chave de desempenho precisam ser utilizados como metas e medidas, tanto financeiras como operacionais. Por isso, identificar os direcionadores financeiros e não financeiros que impactam a criação de valor no longo prazo é relevante na busca de maximização de retorno no longo prazo.

### **2.1.1 Direcionadores Financeiros de Valor**

As medidas financeiras são tradicionalmente utilizadas como direcionadores de valor (GHOSH; WU, 2006). Segundo Akalu (2002), os direcionadores financeiros de valor representam as variáveis econômicas que são fundamentais para a geração de receita ou custos da empresa.

Rappaport (2001) destaca que os direcionadores de valor precisam estar alinhados com as estratégias operacionais, de investimento e financiamento da

empresa de modo a atingir o objetivo de criar valor para o acionista. Para tanto, sugere os seguintes direcionadores de valor para cada estratégia de gestão:

**TABELA 1 – RELAÇÃO ENTRE ESTRATÉGIA E DIRECIONADOR DE VALOR**

| Estratégia    | Direcionador de Valor                                                                                                                                       |
|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Operacionais  | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Crescimento em vendas</li> <li>2. Margem de lucro operacional</li> <li>3. Alíquota de imposto de renda</li> </ol> |
| Investimento  | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Investimento em capital de giro</li> <li>2. Investimento em ativos fixo (CAPEX)</li> </ol>                        |
| Financiamento | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Custo de capital</li> </ol>                                                                                       |
|               | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Duração do crescimento do valor</li> </ol>                                                                        |

Fonte: adaptado de Rappaport (2001, p. 77).

Tendo como base os direcionadores utilizados por Rappaport (2001), vários estudos foram realizados no intuito de identificar os *drivers* financeiros que mais impactam valor nas organizações, muitos dos quais adicionando outras variáveis financeiras como variáveis independentes e considerando como variáveis dependentes o EVA, Q de Tobin, preço da ação no mercado, indicadores de rentabilidade e fluxo de caixa (HALL, 2002; MALIGUETTI et al., 2009; AGUIAR et al., 2011; CORRÊA, 2012).

| VARIÁVEIS                                                | CORREA ET AL (2013) | MEDEROS (2012) | MUSSA, SANTOS E MULLER (2006) | HALL (2002) | MALIGUETTI ET AL (2009) | AGUIAR ET AL (2011) | AMORIN ET AL (2009) | BUCCONI ET AL (2014) | LOCH ET AL (2013) | MARTIN ET AL (2005) | AKALU (2002) |
|----------------------------------------------------------|---------------------|----------------|-------------------------------|-------------|-------------------------|---------------------|---------------------|----------------------|-------------------|---------------------|--------------|
| Variáveis Dependentes                                    | EVA                 | EVA            | EVA                           | EVA         | Q de TOBIN              | PREÇO DA AÇÃO       | PREÇO DA AÇÃO       | ROE                  | ROCE              | ROA / Margem EBIT   | FCFF         |
| <b>Variáveis Independentes</b>                           |                     |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| <b>FINANCEIRAS</b>                                       |                     |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| <b>Investimento / Estrutura de Capital</b>               |                     |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Inv. Capital de Giro (NCG) / Capital Circ. Líquido (CCL) |                     | -              |                               |             |                         | +                   |                     |                      |                   |                     | -            |
| Investimento em Ativo Fixo                               |                     |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     | -            |
| Índice de Endividamento Oneroso (EndOner)                |                     |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   | -                   |              |
| Participação de Capital de Terceiros (PCT)               |                     | +              |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Spread da Empresa (SpreadEm)                             |                     |                |                               |             |                         |                     |                     | +                    |                   |                     |              |
| Spread do Acionista (SpreadAc)                           | +                   |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| WACC                                                     |                     | -              |                               | -           |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| <b>Rentabilidade</b>                                     |                     |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Giro do Ativo (GiroAt)                                   | +                   |                |                               |             |                         |                     |                     | -                    | -                 |                     |              |
| Margem Bruta (MagBruta)                                  | +                   |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Margem Operacional (MargOp)                              |                     |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Margem Líquida (MargLiq)                                 | +                   |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Retorno sobre Ativo (ROA)                                | +                   | +              |                               |             | +                       |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Giro do Patrimônio Líquido (GiroPL)                      |                     |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)                 | +                   | +              | +                             | +           |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Retorno do Investimento em Capital (ROIC)                |                     |                | +                             |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| <b>Operacional</b>                                       |                     |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Vendas                                                   |                     |                | +                             |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Lucro Operacional Antes de Tributos e Juros (EBIT)       |                     |                |                               |             |                         | +                   |                     |                      |                   |                     |              |
| Alíquota Efetiva de Impostos (AliqImp)                   |                     |                |                               | -           |                         |                     | -                   |                      |                   |                     | -            |
| Lucro Operacional Após Tributos (NOPAT)                  |                     |                | +                             |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Lucro Líquido                                            |                     |                | +                             |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| <b>Mercado</b>                                           |                     |                |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Valor Patrimonial da Ação (VPA)                          |                     | -              |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |
| Índice Preço/Lucro                                       |                     | +              |                               |             |                         |                     |                     |                      |                   |                     |              |

Quadro 1 – Estudos sobre criação de valor e seus determinantes financeiros

Fonte: elaborado pelo autor.

Corrêa (2012) analisou a relação entre 33 indicadores financeiros com a criação de valor, medida pelo EVA, de 345 empresas de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBOVESPA – Brasil, identificando como principais direcionadores de valores os indicadores de rentabilidade e *spread* do acionista.

Medeiros (2012) analisou a relação entre o EVA e 25 indicadores financeiros de rentabilidade, liquidez, endividamento e de mercado de 100 empresas não financeiras listadas na BM&FBOVESPA, sendo que 42 compõem a carteira teórica do índice BM&FBOVESPA Mid-Large Cap (MLCX) e 58 empresas compõem a carteira teórica do índice BM&FBOVESPA Small Cap (SMLL). Concluiu que as variáveis ROE, positivamente, e Capital Circulante Líquido (CCL) e Valor por Ações (VPA), negativamente, impactaram a geração de valor das empresas listadas no índice MLCX, e as variáveis ROA, Índice Preço/Lucro e Participação de Capitais de Terceiros,

positivamente, e CCL e WACC, negativamente, impactaram a criação de valor das empresas que compõem o índice SMLL.

Mussa, Santos e Muller (2006) identificaram correlação positiva entre o EVA e as variáveis ROE, ROIC, vendas, NOPAT e lucro líquido da Vale S/A, considerando-as como os vetores de criação de valor da companhia. Já Hall (2002) avaliou a relação entre EVA, que na visão do autor representa a melhor métrica interna para expressar e quantificar a criação de valor para os acionistas, e 19 indicadores financeiros de 147 empresas industriais listadas na bolsa de valores de Joanesburgo – África do Sul (JSE Securities Exchange). Segundo o autor, as variáveis que impactaram o valor da empresa foram ROE, de forma positiva, e alíquota de imposto, negativamente.

Akalu (2002) avaliou o grau de influência dos indicadores financeiros no processo de geração de fluxo de caixa livre para a empresa. Com base em uma amostra de 22 companhias holandesas, concluiu que as variáveis imposto de renda, investimento em capital de giro e investimento em ativo fixo foram consideradas as mais impactantes, de forma negativa, na geração de caixa da empresa.

Outros estudos relacionam indicadores de mercado (Q de Tobin e preço de mercado) ou indicadores de rentabilidade (ROE, ROCE, ROA) com os indicadores econômico-financeiros tradicionais, gerando resultados díspares que dificultam a generalização dos direcionadores de valor (MARTIN et al., 2005; AMORIM; PIMENTA JR.; CORRAR, 2009; MALIGUETTI et al., 2009; AGUIAR et al., 2011; LOCH et al., 2013; BUCCINI et al., 2014).

As variáveis desta pesquisa foram definidas com base nos indicadores financeiros que impactaram os estudos anteriormente apresentados, quais sejam: lucro líquido/lucro por ação; capacidade de geração de caixa; retorno sobre o patrimônio líquido (ROE); Retorno do investimento sobre o capital investido (ROIC); margem líquida; crescimento em vendas; margem de lucro operacional; investimento em capital de giro; investimento em ativo fixo; giro do ativo; endividamento; custo do capital próprio; custo do capital de terceiros; alíquota efetiva de imposto de renda; índice preço/lucro.

Diante dos estudos destacados, fica evidente a relevância dos indicadores financeiros na determinação do valor das empresas, bem como a não uniformidade dos resultados apresentados, o que reforça a importância de identificar os indicadores financeiros mais relevantes para o setor postal.

### **2.1.2 Direcionadores Não Financeiros de Valor**

A identificação de variáveis não financeiras é um processo considerado relevante para empresas que atuam em setores nos quais o valor dos intangíveis e competência/experiência profissional são significativos (AMIR; LEV, 1996; MAVRINAC; SIESFELD, 1998). Budica-Iacob e Budica (2015) destacam que há uma série de indicadores não financeiros que podem afetar positiva ou negativamente o processo de criação de valor, tais como, satisfação de clientes, satisfação dos empregados, inovação de produtos, etc.



Segundo Dempsey et al. (1997), os investidores estão exigindo mais informações sobre medidas operacionais não financeiras para avaliar o desempenho estratégico da empresa, pois consideram que tais medidas impactam os indicadores financeiros no longo prazo. De maneira similar, os trabalhos de Mavrinac e Siesfeld (1998) e Ghosh e Wu (2006) observaram como medidas não financeiras auxiliam na projeção dos lucros realizados pelos analistas de mercado, tornando-as mais acuradas e reduzindo os riscos para os investidores.

Pace, Basso e Silva (2003) também destacam que as medidas de desempenho estratégico (direcionadores não financeiros), identificadas na cadeia de valor empresarial, devem preceder e auxiliar na mensuração dos resultados financeiros. Na visão de Caselani e Caselani (2006) os direcionadores não financeiros são de difícil mensuração, subjetivos, estão associados à eficiência operacional da empresa e são necessários para complementar as informações financeiras. Além disso, permitem que os investidores ganhem ou sustentem a competitividade no seu setor de atuação (MAVRINAC; SIESFELD, 1998).

Para se identificar os principais drivers não financeiros de valor é preciso conhecer a cadeia de valor do negócio e analisar o mercado, identificando oportunidades estratégicas e operacionais (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000). Amir e Lev (1996) avaliaram a relevância das informações não financeiras na indústria de comunicação sem fio e verificaram que as variáveis tamanho da população atendida (POPS) em cada área delimitada para os serviços de celulares nos EUA e taxa de penetração de mercado são os principais *drivers* de valor desta indústria naquele mercado. Outro aspecto relevante identificado com a pesquisa foi que as variáveis

financeiras, que isoladamente falhavam na tentativa de fornecer informações de valor para os investidores da indústria de celular, quando combinadas com as variáveis não financeiras tornavam-se relevantes.

Dempsey et al. (1997) buscaram evidenciar as medidas estratégicas mais usadas pelos analistas financeiros nos Estados Unidos, tendo como base a capacidade de prever valor e a facilidade de obtenção. Identificaram que o lucro líquido é a medida mais usada e de maior facilidade de obtenção, juntamente com a receita de vendas. Já a capacidade de prever valor é encontrada nas medidas financeiras fluxo de caixa e lucro líquido, bem como nos direcionadores não financeiros: participação de mercado, experiência dos gestores e concorrência potencial. Na avaliação por categoria, as medidas de desempenho financeiras e de ambiente competitivo foram consideradas as mais importantes, sendo as métricas relacionadas à qualidade do produto e satisfação dos clientes as de menor uso pelos analistas financeiros.

Pace, Basso e Silva (2003), tendo como base o trabalho desenvolvido por Dempsey et al. (1997), buscaram evidenciar as medidas estratégicas mais usadas pelos analistas financeiros que atuam no Brasil, tendo como base a capacidade de prever valor e a facilidade de obtenção. Identificaram que as medidas financeiras têm uso predominante por sua facilidade de obtenção e que a capacidade de prever valor é encontrada nas medidas de governança corporativa e eficiência dos processos (medidas não financeiras), mas o seu acesso é limitado pelos custos de obtenção e pela falta de política de divulgação. Da mesma forma que o trabalho do Dempsey et al. (1997), as medidas financeiras foram consideradas as mais importantes e as relacionadas à qualidade do produto as menos usadas.

Caselani e Caselani (2006) avaliaram o impacto dos direcionadores financeiros e não financeiros no preço de mercado de 55 empresas não financeiras com ações na BM&FBOVESPA e concluíram que a variável qualidade do produto, juntamente com as variáveis financeiras endividamento geral e margem operacional, são as mais relevantes para a geração de valor.

Outros trabalhos corroboram com a importância dos indicadores não financeiros na determinação de valor, principalmente nos setores de serviços.

Guimarães Junior. et al. (2007), ao buscar identificar e agrupar em macro direcionadores as variáveis que impulsionam e adicionam valor às empresas de software no Estado do Ceará, observaram que os grupos governança corporativa e gestão de pessoas foram percebidos pelos gestores como os principais direcionadores de valor deste setor.

Maliguetti et al. (2009), ao estudar a indústria de aviação, analisaram a criação de valor por meio do indicador Q de Tobin, considerando como variáveis independentes, além das variáveis financeiras, variáveis específicas do segmento (não financeiras), concluíram que os determinantes de valor da indústria de aviação são: rentabilidade sobre o ativo (ROA); crescimento de passageiros; concentração de propriedade; baixo custo de cias aéreas (dummy); rotas agendadas e tamanho da empresa.

Yoo et al. (2012) identificaram os direcionadores de valor para fornecer as bases para entender o processo de criação de valor de empresas startups atuantes na indústria de games. As variáveis que melhor explicaram a criação de valor das

empresas startups da indústria de games da Korea são: estágio de desenvolvimento do produto, tamanho do mercado, facilidade de bloqueio a novos entrantes (*the ease of lock-in*), competência tecnológica e talento.

Valanciene e Jegeleviciute (2012) identificaram, por meio de revisão de literatura, os principais indicadores (drivers) de valor para os clientes, quais sejam: inovação e habilidade de desenvolver novos produtos; qualidade e melhoria contínua; preço; habilidades gerenciais; estratégica; tecnologia; imagem corporativa e marca; interesse público, e relacionaram com o impacto nos indicadores financeiros e no valor da empresa. Concluíram, dentre outras, que bons resultados comerciais conduzem à bons resultados financeiros e, consequentemente, ao aumento de valor da empresa.

A tabela a seguir apresenta de forma sintética as principais variáveis que melhor explicam valor nas pesquisas apresentadas.

**TABELA 2 – ESTUDOS SOBRE DIRECIONADORES NÃO FINANCEIROS E CRIAÇÃO DE VALOR**

|                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Amir e Lev (1996)          | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tamanho da população atendida</li> <li>• Taxa de penetração de mercado</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Dempsey et al. (1997)      | <p>Medidas mais usadas e de maior facilidade de obtenção:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Lucro líquido</li> <li>• Receita de vendas</li> </ul> <p>Medidas com maior capacidade de prever valor:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Fluxo de caixa</li> <li>• Lucro líquido</li> <li>• Participação de mercado</li> <li>• Experiência do gestor</li> <li>• Concorrência potencial</li> </ul> |
| Pace, Basso e Silva (2003) | <p>Medidas mais usadas e de maior facilidade de obtenção:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Medidas financeiras</li> </ul> <p>Medidas com maior capacidade de prever valor:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Governança corporativa</li> <li>• Eficiência dos processos</li> </ul>                                                                                                           |
| Caselani e Caselani (2006) | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Qualidade do produto</li> <li>• Endividamento geral</li> <li>• Margem operacional</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                               |

|                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Guimarães Junior. et al. (2007)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Governança corporativa</li> <li>• Gestão de pessoas</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                     |
| Maliguetti et al. (2009)          | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Grau de alavancagem financeira</li> <li>• Crescimento de passageiros</li> <li>• Concentração de propriedade</li> <li>• Baixo custo das companhias aéreas</li> <li>• Rotas agendadas</li> <li>• Tamanho da empresa</li> </ul>                                                       |
| Yoo et al. (2012)                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Estágio de desenvolvimento do produto</li> <li>• Tamanho do mercado</li> <li>• Facilidade de bloqueio a novos entrantes</li> <li>• Competência tecnológica</li> <li>• Talento</li> </ul>                                                                                           |
| Valanciene e Jegeleviciute (2012) | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Inovação</li> <li>• Habilidade de desenvolver novos produtos</li> <li>• Qualidade e melhoria contínua</li> <li>• Preço</li> <li>• Habilidades gerenciais</li> <li>• Estratégia</li> <li>• Tecnologia</li> <li>• Imagem corporativa e marca</li> <li>• Interesse público</li> </ul> |

Fonte: elaborado pelo autor.

Como pode ser observado na Tabela 2, não se pode afirmar que há uma categoria de direcionadores não financeiros predominante na determinação de valor, o que ratifica os trabalhos realizados que indicam que os direcionadores devem ser adequados às características da empresa e do setor de atuação (RAPPAPORT, 2001; AGUIAR et al., 2011; BUCCINI et al., 2014).

Em função disso, adotou-se os direcionadores não financeiros utilizados por Dempsey et al. (1997) com adaptações à realidade de empresa de serviços, como evidenciado no item 3.2 desta pesquisa, em função de sua vasta relação de indicadores não financeiros que cobrem a maioria dos indicadores de cunho geral apresentados na Tabela 2. Os indicadores propostos por Dempsey et al. (1997) são apresentados no apêndice 2.

A seguir são apresentadas informações sobre o setor postal de forma a auxiliar na identificação dos direcionadores de valor específicos deste setor.

## 2.2 INDÚSTRIA POSTAL

Os serviços postais constituem um instrumento essencial para a comunicação e o comércio, não apenas numa vertente econômica, mas também social (RANGANATHAN; DEY, 1998; AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA, 2010).

O operador postal contribui para a integração nacional, levando a comunicação para toda a população do país (universalização dos serviços postais), executando políticas públicas definidas pela União (cadastramento nacional, distribuição de mantimentos a população desabrigada por calamidade pública, pagamento de benefícios sociais, entre outras), além de atuar como agente de inclusão bancária.

Tradicionalmente, o processo de prestação de serviços postais passa pelas fases de atendimento, tratamento na origem, transporte, tratamento no destino e distribuição. Esta última concentra a maior fração dos custos desta indústria (DE DONDER; CREMER; RODRIGUEZ, 2015)

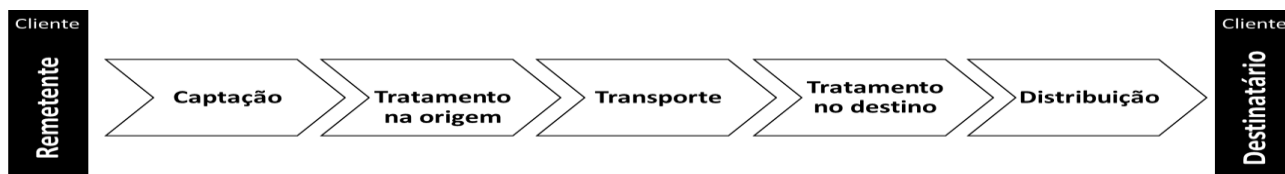


Figura 2 – Processo de prestação de serviços postais  
Fonte: elaborado pelo autor.

A atividade de atendimento representa o conjunto de operações relativas à admissão dos envios postais na rede postal, normalmente, por meio de agências

postais. Já o tratamento consiste na preparação da carga postal para o seu transporte, que, por sua vez, é responsável pela ligação entre as unidades de atendimento, tratamento e distribuição. Por fim, a atividade de distribuição representa aquelas relacionadas à entrega aos destinatários, realizada pelos carteiros (AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA, 2010).

### **2.2.1 Direcionadores de valor específicos do setor postal**

Dentre as atribuições do operador postal designado está a obrigatoriedade de universalizar os serviços postais. O serviço postal universal (SPU) é constituído por um conjunto de serviços postais prestados de forma permanente, em todo território nacional, a um preço acessível para todos os usuários e a um nível de qualidade pré-determinado pelo Governo que envolve compromisso de prazo, extensão de rede de atendimento e distribuição (RODRÍGUEZ; DOMÍNGUEZ, 2010; TEIXEIRA, 2014).

Em função da obrigatoriedade de cobertura nacional com regularidade (frequência) e a um preço uniforme, quanto menor a densidade populacional e maior as exigências de universalização, maior serão os custos operacionais, prejudicando o equilíbrio financeiro da operação. Por isso, em muitos países foi adotado o monopólio como barreira de entrada neste mercado. Porém, isso fez com que fosse gerado um preço artificialmente elevado dos serviços, prejudicando a livre concorrência internacional e onerando o consumidor final com serviços caros e de baixa qualidade (SOKOL, 2003).

Uma discussão recente em meio acadêmico sobre o setor postal está relacionada ao impacto da liberalização do mercado frente a obrigatoriedade de universalizar os serviços postais (DE DONDER; CREMER; RODRIGUEZ, 2015). Rodríguez e Domínguez (2010) destacam que a necessidade de redução do preço e a melhoria da qualidade dos serviços prestados, gerando o bem-estar social, fizeram com que alguns países iniciassem o processo de liberalização do setor postal.

Países mais competitivos com poucas barreiras de entrada no mercado de distribuição expressa e com mercados liberalizados têm sistema de distribuição mais efetivo e competitivo (SOKOL, 2003). O mercado postal é normalmente rentável em zonas urbanas de elevada concentração populacional e de empresas geradoras de grandes volumes de envios postais (RODRÍGUEZ; DOMÍNGUEZ, 2010), o que atrai os chamados “entrantes”, termo utilizado para designar os operadores privados que atuam no mercado postal liberalizado, que concentram sua atuação em produtos/regiões onde os custos são mais baixos comparativamente ao preço praticado pelo operador público designado, também chamado de incumbente, deixando para este os segmentos menos lucrativos (RODRÍGUEZ; DOMÍNGUEZ, 2010; DE DONDER; CREMER; RODRIGUEZ, 2015).

Diante disso, a figura do regulador de mercado é fundamental para gerenciar os possíveis conflitos entre os entrantes e os incumbentes. Segundo a Autoridade da Concorrência (2010) os principais pontos de atenção por parte do órgão regulador são os seguintes:



- a) taxa de acesso a rede postal pública – o Estado deve garantir o acesso a infraestrutura postal para todos os competidores. Esta rede é administrada pelo operador designado (incumbente), logo, e para manter o equilíbrio financeiro em função dos custos fixos e da necessidade de manutenção de sua capilaridade, os entrantes deverão pagar uma taxa de acesso à rede para o incumbente. O grande desafio é definir uma taxa de acesso que favoreça a concorrência, porém mantendo o equilíbrio do operador público;
- b) barreiras legais de entrada – a existência de área reservada (monopólio) e o nível de exigência (ex: frequência de entrega, área a ser coberta) para se obter licença de atuação neste mercado podem inibir a participação de novos operadores;
- c) barreiras naturais de entrada – a capilaridade, a estrutura operacional, a economia de escala e de densidade e o efeito de reconhecimento da marca representam vantagem competitiva para o operador designado, desestimulando a entrada de outros operadores. Além disso, pode existir, por parte do cliente o interesse em concentrar os serviços num único operador (cobertura nacional).

Rodríguez e Domínguez (2010) apontam a necessidade de transparência na atuação do órgão regulador, em função da possibilidade de conflito de interesses (onde o regulador e o operador público designado são entidades ligadas ao Governo) e nas soluções de controvérsias entre os operadores deste mercado. Destaca ainda que,

após a liberalização do mercado postal europeu não houve nenhum entrante com capacidade de oferecer serviços que atendam toda a cadeia de serviço postal.

Com base nos estudos realizados pelos autores sobre o setor postal, bem como os trabalhos de Mavrinac e Siesfeld (1998) e Britto (2015) que afirmam que os principais determinantes não financeiros de valor podem variar entre setores econômicos e organizações dentro de cada setor, emerge a seguinte hipótese:

**H<sub>1</sub>: Direcionadores de valor específicos do setor postal são percebidos pelos gestores como os que mais contribuem na previsão de valor da empresa comparativamente aos direcionadores financeiros e não financeiros gerais.**

Diante do exposto, é importante avaliar se a transparência na regulação do setor postal e as barreiras legais e naturais (tal como a reserva de mercado) de entrada, bem como as variáveis relacionadas com a prestação de serviços universais (prazo de entrega, tamanho da população atendida, área de cobertura dos serviços, frequência de entrega/coleta, percentual de extravios, tempo de atendimento) são percebidas como relevantes direcionadores de valor deste setor.

### **2.2.2 Diversificação**

Mudanças no ambiente, tais como novas tecnologias de informação e comunicação, necessidade de serviços customizados, além da liberalização do setor postal com a saída do Estado do papel de operador de serviços postais, têm desencadeado uma série de transformações neste mercado (MINADEO; OLIVEIRA,

2015). Ao mesmo tempo que isso pode ser interpretado como ameaça, também pode ser uma oportunidade de explorar novos mercados aproveitando o desenvolvimento do comércio internacional (RANGANATHAN; DEY, 1998).

Diante disso, as administrações postais (correios) procuraram tornar-se mais competitivas, por meio de uma reestruturação organizacional, modernizando seus processos e diversificando seus negócios, expandindo sua cadeia de valor (AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA, 2010; MINADEO; OLIVEIRA, 2015).

Segundo Accenture (2014), a expansão da cadeia de valor está alicerçada na economia de escala e na diversificação seletiva dos serviços, organizada, principalmente, em três áreas estratégicas, quais sejam, varejo, logística e encomendas/expressos. No varejo, além dos serviços/produtos tradicionalmente ofertados (produtos filatélicos e de conveniência), os operadores de alta performance oferecem serviços financeiros, serviços governamentais (administrativos, arrecadação, benefícios sociais e outros), bem como serviços de telefonia (*Mobile Virtual Network Operator – MVNO*).

Os serviços de logística compreendem o gerenciamento dos pedidos, gestão dos estoques, armazenagem, distribuição e logística reversa, atuando nos segmentos da empresa para empresa (B2B - *business-to-business*) e da empresa para o consumidor (B2C - *business-to-consumer*).

Os serviços de encomendas e expressos são ofertados utilizando-se da capilaridade da cadeia postal tradicional, com desenvolvimento de soluções customizadas para a comunidade empresarial em âmbito nacional e internacional. Em

função do crescimento do *e-commerce* em nível mundial, esta é uma atividade que vem ganhando força nos operadores postais designados, juntamente com os serviços de logística, por terem preços competitivos<sup>2</sup> e cobertura nacional.

Ainda no que tange a soluções empresariais, os operadores postais designados oferecem serviços de correio digital e híbrido, que envolvem a prestação de serviços de processamento e gestão eletrônica de imagens para comunicação multicanal com impressão remota ou entrega eletrônica, denominado de serviço postal eletrônico.

De acordo com Pharand (2015), as 5 (cinco) organizações postais mais diversificadas apresentaram crescimento de receita de 2,1% nos últimos 5 (cinco) anos, enquanto que as 10 (dez) menos diversificadas apresentaram decréscimo de 1,9%.

A hipótese que surge é que:

**H2: Os direcionadores de valor relacionados a diversificação (geográfica, de clientes e de produtos/serviços) são percebidos pelos gestores como relevantes na previsão de valor das empresas atuantes no setor postal.**

Nota-se, segundo os trabalhos evidenciados, que a diversificação é um importante direcionador estratégico dos operadores postais designados. Por isso, identificar a percepção dos gestores sobre a influência desta variável na previsão do valor das empresas postais é fundamental.

---

<sup>2</sup> Devido a sua capilaridade e custos afundados, os correios podem trabalhar com custos marginais.

### **2.2.3 Corporatização e concentração de propriedade/controlador acionário**

Ranganathan e Dey (1998) destacam a importância da transformação dos correios em busca de sua sustentabilidade e maior eficiência na prestação dos serviços de forma a atender as necessidades da população. Essa transformação inclui a modelagem societária, onde o operador postal tradicional está deixando de ser um órgão da administração direta e passando a ser uma corporação, a princípio empresa pública, porém com tendência a tornar-se empresa privada (RANGANATHAN; DEY, 1998; CASTELLS, 2005 *apud* TEIXEIRA, 2014).

Nota-se que esta transformação é lenta, pois, até nos dias atuais, cerca de 23% dos operadores postais designados são órgãos da administração pública direta e 69% são empresas públicas (UPU, 2016). Apesar disso, como já mencionado, vem crescendo a participação do capital privado nos operadores postais, em função do crescimento do número de *initial public offerings* (IPO's) e da quantidade de operações de fusões e aquisições envolvendo esta indústria, causados pelo processo de privatização/abertura de capital (principalmente na Europa) e pela necessidade de recursos para diversificação dos negócios e expansão geográfica, de forma a tornar tais operadores mais competitivos (RODRÍGUEZ; DOMÍNGUEZ, 2010; IPC, 2014; TEIXEIRA, 2014).

Uma primeira questão que surge envolvendo este processo de abertura de capital é sobre a estrutura de propriedade e controle acionário nestas organizações e sua influência na criação de valor para o negócio. De acordo com a literatura, há

evidências de relação positiva entre concentração de propriedade/controlado acionário e desempenho financeiro das empresas (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008; GARCIA; MARTINS, 2014).

Demsetz e Lehn (1985) *apud* Silveira, Barros e Famá (2008, p. 52) destacam que determinadas características das empresas ou dos setores em que atuam, como tamanho, risco e nível de regulação influenciam no grau de concentração de propriedade.

Ao analisar o impacto da estrutura de propriedade na indústria de aviação, Malighetti et al. (2009) observaram que a maior concentração de propriedade tende a gerar um impacto positivo no valor da empresa. Contudo, estes autores destacam que, no caso de empresas estatais, esta concentração tende a gerar um impacto negativo no valor da empresa (MALIGHETTI et al., 2009, p. 8), possivelmente por tais empresas não terem o mesmo nível de comprometimento com o resultado econômico-financeiro que as empresas privadas (SÁ, 2001).

Diante disso, surge a seguinte hipótese:

**H<sub>3</sub>: Os direcionadores de valor relacionados a controle acionário (concentração de propriedade, diluição de controle acionário e disputas com acionistas) são percebidos como relevantes na previsão de valor das empresas atuantes no setor postal.**

Considerando que Malighetti et al. (2009) observaram que a concentração de propriedade/controlado acionário em empresas estatais tende a gerar um impacto

negativo no valor da empresa, apesar da maior parte da literatura (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008; GARCIA; MARTINS, 2014) indicar relação positiva entre concentração de propriedade e valor da empresa, emerge a necessidade de avaliar esta variável, sob a percepção do gestor da Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (empresa estatal), quanto à sua relevância na previsão de valor das empresas postais.

## Capítulo 3

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Considerando que o objetivo desta pesquisa é identificar os principais direcionadores de valor das empresas postais, segundo a percepção dos tomadores de decisão dos Correios, a população desta pesquisa foi composta por 279 executivos da Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (Correios), que atuam com questões estratégicas da organização, na função de chefes de departamento e assessores estratégicos, com subordinação direta ao Vice-Presidente das unidades corporativas ou de negócios, e gerentes corporativos subordinados aos chefes de departamento.

A coleta de dados ocorreu por meio da aplicação de questionário (apêndice 1), testado previamente com 5 executivos dos Correios de áreas distintas, que avaliaram o seu conteúdo (qualidade dos direcionadores de valor) e a duração da pesquisa. Após ajustes promovidos em função do pré-teste, o link do questionário online via “Google Docs” foi encaminhado por e-mail, para os 279 executivos com retorno de 57 respondentes, correspondendo a 20,4%, conforme tabela a seguir.

**TABELA 3 – DISTRIBUIÇÃO DA POPULAÇÃO E AMOSTRA POR FUNÇÃO**

|                       | População |       | Amostra |       | % Resposta |
|-----------------------|-----------|-------|---------|-------|------------|
| Chefe de Departamento | 40        | 14,3% | 10      | 17,5% | 25,0%      |
| Gerente Corporativo   | 177       | 63,5% | 26      | 45,6% | 14,7%      |



|                                  |            |               |           |               |       |
|----------------------------------|------------|---------------|-----------|---------------|-------|
| Outros (assessores estratégicos) | 62         | 22,2%         | 21        | 36,9%         | 33,9% |
| <b>Total</b>                     | <b>279</b> | <b>100,0%</b> | <b>57</b> | <b>100,0%</b> | 20,4% |

Fonte: elaborado pelo autor.

Ressalta-se que a escolha pelos Correios se deu por conveniência, por ser única empresa do setor no Brasil e pela facilidade de acesso aos principais gestores da organização.

### 3.2 INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS E VARIÁVEIS DA PESQUISA

O questionário foi dividido em dois blocos. No primeiro bloco buscou-se caracterizar o respondente, verificando a área de atuação, cargo/função e tempo de experiência no setor postal. Já no segundo bloco o objetivo foi identificar os direcionadores de valor do setor que, na visão dos respondentes, mais contribuem na formação do valor da empresa e com isso, possibilitar testar as hipóteses formuladas.

Para tanto, foi solicitado que indicasse, utilizando-se da escala Likert de 5 pontos (5=muito alto; 1=muito baixo), para cada direcionador de valor a capacidade observada de prever valor (PV) da empresa. (DEMPSEY et al., 1997; PACE; BASSO; SILVA, 2003).

Adicionalmente, solicitou-se que os mesmos indicassem a frequência de uso (FU) no processo de avaliação de desempenho de longo prazo e a facilidade observada (FO) de obtenção da informação, com o intuito de avaliar a coerência entre as respostas, pois, segundo Dempsey et al. (1997, p. 6) a teoria econômica sugere que o tomador de decisão racional utiliza informações até o ponto em que os custos e

benefícios marginais se equivalem, no caso concreto, isto representa que por mais que o direcionador de valor tenha capacidade de prever valor da empresa, ele não será utilizado caso tenha um alto custo de obtenção.

Como variáveis desta pesquisa foram utilizadas aquelas validadas por Dempsey et al. (1997), por meio de um processo iterativo com grupo de executivos e analistas de investimentos e teste piloto, adicionando outros direcionadores de valor validados por outras pesquisas, conforme indicado no quadro 1 e na tabela 2, além de incluir variáveis específicas do setor postal (indicadas no item 2.2.1). No apêndice 2 é possível verificar o comparativo entre as variáveis indicadas por Dempsey et. al. (1997) e aquelas usadas nesta pesquisa.

O quadro a seguir apresenta as medidas financeiras, não financeiras e do setor postal organizadas nas subcategorias propostas por Dempsey et al (1997), quais sejam: (A) Financeiras; (B) Qualidade dos Serviços e Satisfação do Cliente; (C) Eficiência de Processo; (D) Inovação de Produtos/Processos; (E) Ambiente Competitivo; (F) Qualidade/Independência de Gestão; (G) Administração de Recursos Humanos; e (H) Responsabilidade Social.

| <b>A. Financeiras</b>                                        |  | <b>E Ambiente Competitivo</b>                                 |  |
|--------------------------------------------------------------|--|---------------------------------------------------------------|--|
| 1. Lucro líquido / lucro por ação                            |  | 38. Tamanho da população atendida                             |  |
| 2. Capacidade de geração de caixa                            |  | 39. Densidade populacional                                    |  |
| 3. Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)                    |  | 40. Dimensão territorial coberta pelos serviços               |  |
| 4. Retorno sobre investimento de Capital (ROIC)              |  | 41. Tamanho do mercado postal                                 |  |
| 5. Margem líquida                                            |  | 42. Participação de mercado                                   |  |
| 6. Crescimento em vendas                                     |  | 43. Tamanho da concorrência potencial                         |  |
| 7. Margem de lucro operacional                               |  | 44. Percepção da marca                                        |  |
| 8. Investimento em capital de giro                           |  | 45. Proteção por tarifas/cotas (monopólio)                    |  |
| 9. Investimento em ativo fixo                                |  | 46. Transparência na regulação do setor                       |  |
| 10. Giro do ativo                                            |  | 47. Barreiras legais de entrada no mercado                    |  |
| 11. Endividamento                                            |  | 48. Mercado liberalizado                                      |  |
| 12. Custo de capital próprio                                 |  | 49. Reserva de mercado (universalização dos serviços postais) |  |
| 13. Custo de capital de terceiros                            |  | 50. Alianças estratégicas                                     |  |
| 14. Alíquota efetiva de imposto de renda                     |  | 51. Diversificação geográfica *                               |  |
| 15. Índice preço/lucro                                       |  | 52. Diversificação de clientes *                              |  |
|                                                              |  | 53. Diversificação de produtos/serviços *                     |  |
| <b>B. Qualidade dos Serviços e Satisfação do Cliente</b>     |  | <b>F. Qualidade/Independência de Gestão</b>                   |  |
| 16. Nível de satisfação dos clientes                         |  | 54. Continuidade de gestão                                    |  |
| 17. % de extravio                                            |  | 55. Experiência/reputação dos administradores                 |  |
| 18. Reclamações de clientes                                  |  | 56. Envolvimento do conselho de administração                 |  |
| 19. Clientes que melhoram a imagem da empresa                |  | 57. Independência do conselho de administração                |  |
| 20. % de entregas pontuais                                   |  | 58. Disputas com acionistas **                                |  |
| 21. % de clientes fidelizados                                |  | 59. Diluição de controle **                                   |  |
| 22. Disputas judiciais com clientes                          |  | 60. Concentração de controle acionário **                     |  |
| 23. Tempo de atendimento/espera em filas                     |  | 61. Comportamento ético dos administradores                   |  |
| <b>C. Eficiência de Processo</b>                             |  | <b>G. Administração de Recursos Humanos</b>                   |  |
| 24. Tempo de desenvolvimento de produtos/serviços            |  | 62. Meritocracia (igualdade de oportunidades)                 |  |
| 25. Habilidade em customizar produtos/serviços               |  | 63. Participação nos lucros                                   |  |
| 26. Qualidade da informação gerada                           |  | 64. Plano de opções de compra de ações                        |  |
| 27. Frequência de coleta e entrega                           |  | 65. Turnover dos empregados                                   |  |
| 28. Prazo de entrega                                         |  | 66. Taxa de absenteísmo                                       |  |
| 29. Idade dos equipamentos (veículos, máquinas triagem, etc) |  | 67. Nível da segurança no trabalho                            |  |
| 30. Custos operacionais por empregado                        |  | 68. Política de benefícios                                    |  |
| 31. Contas a receber por vendas                              |  | 69. Treinamento dos empregados                                |  |
| 32. Uso da capacidade instalada                              |  | 70. Relações trabalhistas                                     |  |
| <b>D. Inovação de Produtos/Processos</b>                     |  | <b>H. Responsabilidade Social</b>                             |  |
| 33. Gastos com P&D                                           |  | 71. Desempenho em ações ambientais                            |  |
| 34. % de produtos patenteados                                |  | 72. Envolvimento com as comunidades                           |  |
| 35. Número de novas patentes                                 |  | 73. Disputas judiciais                                        |  |
| 36. Número de novos produtos/serviços                        |  |                                                               |  |
| 37. % de vendas de novos produtos                            |  |                                                               |  |

Quadro 3 – Variáveis da pesquisa por categoria e subcategoria

Fonte: elaborado pelo autor.

Nota: Categoria –

**Financeira**

**Não financeira**

**Setor Postal**

\* – Direcionadores de valor relacionados a Diversificação;

\*\* – Direcionadores de valor relacionados a Controle Acionário;

### 3.3 MÉTODOS ESTATÍSTICOS

Nesta seção, são descritos, em caráter introdutório, os conceitos de análise de *Cluster* desenvolvido para agrupamento dos indicadores, e em seguida, o modelo de regressão que visa avaliar a coerência das respostas quanto à capacidade dos direcionadores de prever valor da empresa e sua relação com a facilidade de obtenção das informações, de forma que a informação seja considerada útil para a tomada de decisão.

#### 3.3.1 Análise de *Cluster*

A análise de *Cluster* consiste em uma análise multivariada que tem como objetivo agrupar objetos (por exemplo: indivíduos, produtos, empresas e etc.) com base nas variáveis e ou características que estes possuem (HAIR JR. et al., 2009). O agrupamento é tido como bem-sucedido, quando os objetos dentro de cada grupo possuem proximidades quanto as características (variáveis) observadas, e entre os grupos, são distintos (HAIR JR. et al., 2009).

A análise de *Cluster* é definida como não inferencial, ou seja, não tem base estatística sobre a qual esboçar inferências de uma amostra para uma população. É um método estatístico exploratório (HAIR JR. et al., 2009). Em consonância com os trabalhos desenvolvidos por Dempsey et al. (1997) e Pace, Basso e Silva (2003), a finalidade do pesquisador é aplicar o método de *Cluster* não para coligar os gestores em grupos com respostas similares, e sim, agrupar os direcionadores de valor por meio

dos valores médios e avaliar a distribuição das categorias nos grupos constituídos, quanto a capacidade de prever valor (PV).

Sendo assim, a aderência da análise de *Cluster* com o presente estudo se dá em função da problemática discorrida, por conseguinte, das hipóteses a serem contestadas. A ideia central é expor os direcionadores de valor considerados homogêneos quanto aos valores médios, e também, segmentá-los em grupos qualificados em grau de importância – maiores e menores médias. Formados os *Clusters*, serão destacadas de modo quantitativo as categorias (Financeira, Não Financeira e Setor Postal) predominantes nos grupos com maiores médias, assim como, a importância dos direcionadores de valor referente à diversificação e concentração de propriedade/controlado acionário.

Os direcionadores de valor posicionados nos dois primeiros *Clusters* (agrupamentos) dos dados coletados quanto a capacidade de prever valor (PV) são considerados relevantes para a finalidade deste estudo. Portanto, serão aceitas as hipóteses cujos direcionadores estejam concentrados nos dois primeiros *Clusters*.

### **3.3.2 Análise adicional: modelo de regressão**

O método de regressão tem como base avaliar a relação entre uma única variável resposta e uma ou mais variáveis explicativas. Se o modelo proposto tem apenas uma única variável explicativa é denominado regressão simples, ou se esse mesmo modelo, contém, mais de uma variável explicativa, é conhecido como regressão múltipla (GUJARATI, 2006; HAIR JR. et al., 2009).

Segundo Dempsey et al. (1997), se o indicador tem capacidade de prever valor e for de fácil obtenção tende a ser utilizado com mais frequência. Com isso, foi feita uma regressão múltipla para verificar a relação existente entre frequência/grau de uso (FU), capacidade de previsão de valor (PV) e facilidade de obtenção (FO) dos dados (DEMPSEY et al., 1997; PACE; BASSO; SILVA, 2003).

Sendo assim, no presente estudo foi proposto modelo de regressão múltipla representado pela equação (1):

$$\overline{FU}_j = \beta_0 + \beta_1 \overline{PV}_j + \beta_2 \overline{FO}_j + \beta_3 \text{DummyFin}_j + \beta_4 \text{DummySetor}_j + \varepsilon_j \quad (1)$$

onde,

$\overline{FU}_j$  – Frequência de uso média do j-ésimo indicador;

$\overline{PV}_j$  – Capacidade de prever valor média do j-ésimo indicador;

$\overline{FO}_j$  – Facilidade de obtenção de informação média do j-ésimo indicador;

$\text{DummyFin}_j$  – um (1) se j-ésimo indicador pertence a categoria financeira e zero (0) caso contrário;

$\text{DummySetor}_j$  – um (1) se j-ésimo indicador pertence a categoria setor postal e zero (0) caso contrário;

$\varepsilon_j$  – Erro.

O parâmetro  $\beta_1$  informa que quanto maior for a capacidade de prever valor (PV) do indicador maior será a sua frequência de uso (FU). Com interpretação similar, o  $\beta_2$

indica que a facilidade de obtenção de informação do indicador resulta no aumento da frequência de uso. Qualquer resultado diferente quanto a relação citada, é conceituado como comportamento não coerente dos entrevistados.

O coeficiente  $\beta_3$  associado a *DummyFin* avalia se a frequência de uso (FU) média dos indicadores financeiros é diferente quando confrontado com os indicadores das categorias não financeira ou setor postal. De modo análogo, a mesma interpretação incide sobre a *DummySetor*. A proposta de inclusão das *dummys* no modelo é para demonstrar a sensibilidade da frequência de uso (FU) por categoria.

## Capítulo 4

### 4 ANÁLISE DOS DADOS

#### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 4 permite distinguir os respondentes quanto aos dados associado ao setor, função e tempo de experiência. Dos 57 entrevistados, que exercem papel de decisão/análise estratégica da organização, quase 62% destes atuam no setor administrativo e aproximadamente 85% dos participantes têm mais de 10 anos de experiência no setor postal.

**TABELA 4 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA AMOSTRA**

| Variável                              |                                             | n  | %n     |
|---------------------------------------|---------------------------------------------|----|--------|
| Função                                | Analista                                    | 9  | 15,8%  |
|                                       | Assessor                                    | 11 | 19,3%  |
|                                       | Chefe de Departamento                       | 10 | 17,5%  |
|                                       | Gerente                                     | 25 | 43,9%  |
|                                       | Não definido                                | 2  | 3,5%   |
| Setor de Atuação                      | Administrativo                              | 35 | 61,4%  |
|                                       | Comercial                                   | 7  | 12,3%  |
|                                       | Operacional                                 | 14 | 24,6%  |
|                                       | Não definido                                | 1  | 1,8%   |
| Tempo de experiência no setor postal: | Menor ou igual a 3 anos                     | 2  | 3,5%   |
|                                       | Mais que 3 anos e menor ou igual a 5 anos   | 3  | 5,3%   |
|                                       | Mais que 5 anos e menor ou igual a 10 anos  | 3  | 5,3%   |
|                                       | Mais que 10 anos e menor ou igual a 20 anos | 29 | 50,9%  |
|                                       | Mais que 20 anos e menor ou igual a 30 anos | 9  | 15,8%  |
|                                       | Mais que 30 anos                            | 11 | 19,3%  |
| Total                                 |                                             | 57 | 100,0% |

Fonte: elaborado pelo autor.



A seguir são apresentadas as análises descritivas segregadas pelas categorias Financeira, Não Financeira e Setor Postal.

#### 4.1.1 Categoria Financeira

A Tabela 5 apresenta a percepção dos respondentes, quanto aos indicadores da categoria “Financeira”, por meio da média das respostas, no que tange à capacidade de prever valor (PV).

**TABELA 5 – MÉDIA DOS INDICADORES FINANCEIROS POR PV**

| Indicadores                                     | PV    |
|-------------------------------------------------|-------|
|                                                 | Média |
| 1. Lucro líquido / lucro por ação               | 3,439 |
| 2. Capacidade de geração de caixa               | 3,632 |
| 3. Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)       | 3,579 |
| 4. Retorno sobre investimento de Capital (ROIC) | 3,333 |
| 5. Margem líquida                               | 3,232 |
| 6. Crescimento em vendas                        | 3,667 |
| 7. Margem de lucro operacional                  | 3,456 |
| 8. Investimento em capital de giro              | 2,877 |
| 9. Investimento em ativo fixo                   | 3,053 |
| 10. Giro do ativo                               | 2,839 |
| 11. Endividamento                               | 3,339 |
| 12. Custo de capital próprio                    | 3,107 |
| 13. Custo de capital de terceiros               | 3,07  |
| 14. Alíquota efetiva de imposto de renda        | 2,789 |
| 15. Índice preço/lucro                          | 3,088 |
| Financeira (Média Geral)                        | 3,233 |

Fonte: elaborado pelo autor.

Das 15 medidas que representam a categoria, destacam-se 5 com as maiores médias: 1º - “Crescimento em vendas”; 2º - “Capacidade de geração de caixa”; 3º - “Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)”; 4º - Margem de lucro operacional; e 5º - “Lucro líquido / lucro por ação”. Nota-se que os indicadores “Crescimento em vendas” e

“Capacidade de geração de caixa”, dentre os indicadores financeiros, foram considerados pelos respondentes como os de maior capacidade de prever valor, possivelmente em função de sua importância na projeção de fluxos futuros de caixa.

Na outra extremidade, ao avaliar as medidas financeiras menos relevantes na percepção dos respondentes, no que tange à capacidade de prever valor (PV), aparecem: Alíquota efetiva de imposto de renda e Giro do ativo.

#### 4.1.2 Categoria Não Financeira

A Tabela 6 apresenta a percepção dos respondentes, quanto aos indicadores da categoria “Não Financeira”, por meio da média das respostas, no que tange à importância desses no que se refere à capacidade de prever valor (PV). São 43 medidas segmentadas em 7 subcategorias. Por conveniência e objetividade para análises, na Tabela 6 destaca-se 15 medidas com maiores médias e as três com piores médias.

**TABELA 6 – MÉDIA DOS INDICADORES NÃO FINANCEIROS POR PV**

| Subcategoria                                   | Indicadores                                                  | PV           |
|------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|--------------|
|                                                |                                                              | Média        |
| Qualidade dos Serviços e Satisfação do Cliente | 16. Nível de satisfação dos clientes                         | <b>3,911</b> |
|                                                | 18. Reclamações de clientes                                  | 3,614        |
|                                                | 19. Clientes que melhoram a imagem da empresa                | 3,491        |
|                                                | 22. Disputas judiciais com clientes                          | <b>2,786</b> |
| Eficiência de Processo                         | 24. Tempo de desenvolvimento de produtos/serviços            | 3,109        |
|                                                | 25. Habilidade em customizar produtos/serviços               | 3,382        |
|                                                | 26. Qualidade da informação gerada no processo produtivo     | 3,527        |
|                                                | 29. Idade dos equipamentos (veículos, máquinas triagem, etc) | 3,091        |
|                                                | 30. Custos operacionais por empregado                        | <b>3,741</b> |
|                                                | 31. Contas a receber por vendas                              | 3,382        |

|                                   |                                                |       |
|-----------------------------------|------------------------------------------------|-------|
|                                   | 32. Uso da capacidade instalada                | 3,782 |
| Inovação de Produtos/Processos    | 33. Gastos com P&D                             | 3,281 |
|                                   | 34. % de produtos patenteados                  | 2,877 |
|                                   | 35. Número de novas patentes                   | 2,912 |
|                                   | 36. Número de novos produtos/serviços          | 3,316 |
|                                   | 37. % de vendas de novos produtos              | 3,561 |
| Ambiente Competitivo              | 42. Participação de mercado                    | 4,070 |
|                                   | 43. Tamanho da concorrência potencial          | 4,070 |
|                                   | 44. Percepção da marca                         | 3,860 |
|                                   | 50. Alianças estratégicas                      | 3,649 |
|                                   | 51. Diversificação geográfica                  | 3,754 |
|                                   | 52. Diversificação de clientes                 | 3,982 |
|                                   | 53. Diversificação de produtos/serviços        | 3,875 |
| Qualidade/Independência de Gestão | 54. Continuidade de gestão                     | 3,456 |
|                                   | 55. Experiência/reputação dos administradores  | 3,737 |
|                                   | 56. Envolvimento do conselho de administração  | 3,561 |
|                                   | 57. Independência do conselho de administração | 3,684 |
|                                   | 58. Disputas com acionistas                    | 2,821 |
|                                   | 59. Diluição de controle                       | 2,873 |
|                                   | 60. Concentração de controle acionário         | 3,054 |
|                                   | 61. Comportamento ético dos administradores    | 3,877 |
| Administração de Recursos Humanos | 62. Meritocracia (igualdade de oportunidades)  | 3,509 |
|                                   | 63. Participação nos lucros                    | 3,263 |
|                                   | 64. Plano de opções de compra de ações         | 2,982 |
|                                   | 65. Turnover dos empregados                    | 3,368 |
|                                   | 66. Taxa de absenteísmo                        | 3,807 |
|                                   | 67. Nível da segurança no trabalho             | 3,375 |
|                                   | 68. Política de benefícios                     | 3,702 |
|                                   | 69. Treinamento dos empregados                 | 3,754 |
|                                   | 70. Relações trabalhistas                      | 3,518 |
| Responsabilidade Social           | 71. Desempenho em ações ambientais             | 3,196 |
|                                   | 72. Envolvimento com as comunidades            | 3,345 |
|                                   | 73. Disputas judiciais                         | 3,196 |
| Não Financeira (Média Geral)      |                                                | 3,468 |

Fonte: elaborado pelo autor.

De modo geral, evidencia-se ao destacar os indicadores não financeiros com maiores médias, uma predominância das medidas relacionadas à subcategoria ambiente competitivo.

Avaliando os indicadores com as as maiores médias para PV, destacam-se por ordem: 1º - “Participação de mercado” e “Tamanho da concorrência potencial”; 2º - “Diversificação de clientes”; 3º - “Nível de satisfação dos clientes”; 4º - “Comportamento ético dos administradores”; e 5º - “Diversificação de produtos/serviços”. Os indicadores “Disputas judiciais com clientes”, “Disputas com acionistas” e “diluição do controle”, exibiram as menores médias quanto a capacidade de prever valor (PV), muito provavelmente pela pouca aplicabilidade no caso concreto.

#### **4.1.3 Categoria Setor Postal**

Não muito diferente do que já tratado nas duas tabelas anteriores, na Tabela 7 são exibidas as percepções dos respondentes quanto aos indicadores que representam o “Setor Postal” por meio da média das respostas para capacidade de prever valor (PV). São 15 indicadores pertencentes a 3 subcategorias. Para facilitar a interpretação dos resultados, decidiu-se destacar as medidas com maiores médias.

Analisando os resultados, destacam-se por ordem: 1º - “Tamanho do mercado postal”; 2º - “Dimensão territorial coberta pelos serviços” e “Tamanho da população atendida”; 3º - “% de entregas pontuais”; 4º - “Proteção por tarifas/cotas (monopólio)”; e 5º - “Densidade populacional”. Os indicadores “Tempo de atendimento/espera em filas” e “Frequência de coleta e entrega” exibiram as menores médias quanto a PV.

**TABELA 7 – MÉDIA DOS INDICADORES DO SETOR POSTAL POR PV**

| Subcategoria                                   | Indicadores                                                   | PV           |
|------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|--------------|
|                                                |                                                               | Média        |
| Qualidade dos Serviços e Satisfação do Cliente | 17. % de extravio                                             | 3,684        |
|                                                | 20. % de entregas pontuais                                    | <b>3,875</b> |
|                                                | 21. % de clientes fidelizados                                 | 3,614        |
|                                                | 23. Tempo de atendimento/espera em filas                      | <b>3,105</b> |
| Eficiência de Processo                         | 27. Frequência de coleta e entrega                            | <b>3,278</b> |
|                                                | 28. Prazo de entrega                                          | 3,509        |
| Ambiente Competitivo                           | 38. Tamanho da população atendida                             | <b>3,93</b>  |
|                                                | 39. Densidade populacional                                    | <b>3,789</b> |
|                                                | 40. Dimensão territorial coberta pelos serviços               | <b>3,93</b>  |
|                                                | 41. Tamanho do mercado postal                                 | <b>4,158</b> |
|                                                | 45. Proteção por tarifas/cotas (monopólio)                    | <b>3,842</b> |
|                                                | 46. Transparência na regulação do setor                       | 3,667        |
|                                                | 47. Barreiras legais de entrada no mercado                    | 3,561        |
|                                                | 48. Mercado liberalizado                                      | 3,518        |
|                                                | 49. Reserva de mercado (universalização dos serviços postais) | 3,737        |
| Setor Postal (Média Geral)                     |                                                               | 3,680        |

Fonte: elaborado pelo autor.

Nota-se que os direcionadores que se destacaram nesta categoria têm influência direta na prestação de serviços postais (inclusive quanto a obrigatoriedade de universalização), nos custos da operação e, conseqüentemente, no valor da empresa, ratificando o entendimento de Rodríguez e Domínguez (2010) de que o mercado postal é rentável em áreas de maior concentração populacional e de empresas geradoras de grandes volumes.

Ao avaliar a média geral, comparativamente aos resultados observados nas categorias financeira (3,233) e não financeira (3,468), o setor postal exibiu a maior média (3,680) da capacidade de prever valor (PV).

A partir dos resultados observados nas Tabelas 5, 6 e 7, foi possível identificar em caráter subjetivo e univariado, os indicadores de cada categoria (financeira, não financeira e setor postal) considerados como *drives* de valor sobre a percepção dos respondentes.

A seção a seguir exibe os resultados das análises de *Cluster* onde os indicadores agora foram agrupados, sobre a percepção dos respondentes, conforme a proximidade de suas médias, independentemente da categoria que o indicador representa.

## 4.2 ANÁLISE DE CLUSTER

Com propósito de segmentar os indicadores com diferenças acentuadas entre os valores médios de cada medida em relação à capacidade de prever valor (PV), como já citado nas seções anteriores, foi aplicado análise de *Cluster*.

Neste estudo, optou-se por aplicar o método hierárquico de *Ward* com cinco *Clusters*. A escolha por cinco *Clusters* foi em função da escala de resposta do questionário - de 1 a 5, adotada por similaridade ao trabalho desenvolvido por Dempsey et al. (1997).

A Tabela 8 apresenta os grupos quanto à capacidade de prever valor (PV). Os indicadores com maiores médias e acima de 4,00 (*Cluster* 1), foram: “Tamanho do mercado postal”; “Tamanho da concorrência potencial”; e “Participação de mercado”.

**TABELA 8 – ANÁLISE DE CLUSTER PARA OS VALORES MÉDIOS – CAPACIDADE DE PREVER VALOR (PV)**

| Indicadores                                                   | C.I. | Média | Indicadores                                                  | C.I. | Média |
|---------------------------------------------------------------|------|-------|--------------------------------------------------------------|------|-------|
| 41. Tamanho do mercado postal                                 | E    | 4,16  | 62. Meritocracia (igualdade de oportunidades)                | G    | 3,51  |
| 43. Tamanho da concorrência potencial <b>Cluster 1</b>        | E    | 4,07  | 19. Clientes que melhoram a imagem da empresa                | B    | 3,49  |
| 42. Participação de mercado                                   | E    | 4,07  | 7. Margem de lucro operacional                               | A    | 3,46  |
| 52. Diversificação de clientes *                              | E    | 3,98  | 54. Continuidade de gestão                                   | F    | 3,46  |
| 38. Tamanho da população atendida                             | E    | 3,93  | 1. Lucro líquido / lucro por ação                            | A    | 3,44  |
| 40. Dimensão territorial coberta pelos serviços               | E    | 3,93  | 31. Contas a receber por vendas                              | C    | 3,38  |
| 16. Nível de satisfação dos clientes                          | B    | 3,91  | 25. Habilidade em customizar produtos/serviços               | C    | 3,38  |
| 61. Comportamento ético dos administradores                   | F    | 3,88  | 67. Nível da segurança no trabalho                           | G    | 3,38  |
| 53. Diversificação de produtos/serviços *                     | E    | 3,88  | 65. Turnover dos empregados <b>Cluster 3</b>                 | G    | 3,37  |
| 20. % de entregas pontuais                                    | B    | 3,88  | 72. Envolvimento com as comunidades                          | H    | 3,35  |
| 44. Percepção da marca                                        | E    | 3,86  | 11. Endividamento                                            | A    | 3,34  |
| 45. Proteção por tarifas/cotas (monopólio)                    | E    | 3,84  | 4. Retorno sobre investimento de Capital (ROIC)              | A    | 3,33  |
| 66. Taxa de absenteísmo                                       | G    | 3,81  | 36. Número de novos produtos/serviços                        | D    | 3,32  |
| 39. Densidade populacional                                    | E    | 3,79  | 33. Gastos com P&D                                           | D    | 3,28  |
| 32. Uso da capacidade instalada <b>Cluster 2</b>              | C    | 3,78  | 27. Frequência de coleta e entrega                           | C    | 3,28  |
| 51. Diversificação geográfica *                               | E    | 3,75  | 63. Participação nos lucros                                  | G    | 3,26  |
| 69. Treinamento dos empregados                                | G    | 3,75  | 5. Margem líquida                                            | A    | 3,23  |
| 30. Custos operacionais por empregado                         | C    | 3,74  | 73. Disputas judiciais                                       | H    | 3,20  |
| 55. Experiência/reputação dos administradores                 | F    | 3,74  | 71. Desempenho em ações ambientais                           | H    | 3,20  |
| 49. Reserva de mercado (universalização dos serviços postais) | E    | 3,74  | 24. Tempo de desenvolvimento de produtos/serviços            | C    | 3,11  |
| 68. Política de benefícios                                    | G    | 3,70  | 12. Custo de capital próprio                                 | A    | 3,11  |
| 17. % de extravio                                             | B    | 3,68  | 23. Tempo de atendimento/espera em filas                     | B    | 3,11  |
| 57. Independência do conselho de administração                | F    | 3,68  | 29. Idade dos equipamentos (veículos, máquinas triagem, etc) | C    | 3,09  |
| 6. Crescimento em vendas                                      | A    | 3,67  | 15. Índice preço/lucro <b>Cluster 4</b>                      | A    | 3,09  |
| 46. Transparência na regulação do setor                       | E    | 3,67  | 13. Custo de capital de terceiros                            | A    | 3,07  |
| 50. Alianças estratégicas                                     | E    | 3,65  | 60. Concentração de controle acionário **                    | F    | 3,05  |
| 2. Capacidade de geração de caixa                             | A    | 3,63  | 9. Investimento em ativo fixo                                | A    | 3,05  |
| 21. % de clientes fidelizados                                 | B    | 3,61  | 64. Plano de opções de compra de ações                       | G    | 2,98  |
| 18. Reclamações de clientes                                   | B    | 3,61  | 35. Número de novas patentes                                 | D    | 2,91  |
| 3. Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)                     | A    | 3,58  | 8. Investimento em capital de giro                           | A    | 2,88  |
| 37. % de vendas de novos produtos                             | D    | 3,56  | 34. % de produtos patenteados                                | D    | 2,88  |
| 56. Envolvimento do conselho de administração                 | F    | 3,56  | 59. Diluição de controle **                                  | F    | 2,87  |
| 47. Barreiras legais de entrada no mercado                    | E    | 3,56  | 10. Giro do ativo                                            | A    | 2,84  |
| 26. Qualidade da informação gerada no processo produtivo      | C    | 3,53  | 58. Disputas com acionistas **                               | F    | 2,82  |
| 70. Relações trabalhistas                                     | G    | 3,52  | 14. Alíquota efetiva de imposto de renda                     | A    | 2,79  |
| 48. Mercado liberalizado <b>Cluster 3</b>                     | E    | 3,52  | 22. Disputas judiciais com clientes                          | B    | 2,79  |
| 28. Prazo de entrega                                          | C    | 3,51  |                                                              |      |       |

**Nota:** Categoria – **Financeira** **Não financeira** **Sector Postal**

\* – Direcionadores de valor relacionados a Diversificação;

\*\* – Direcionadores de valor relacionados a Controle Acionário;

**Subcategoria:** **A** - Financeira; **B** - Qualidade dos Serviços e Satisfação do Cliente; **C** - Eficiência de Processo; **D** - Inovação de Produtos/Processos; **E** - Ambiente Competitivo; **F** - Qualidade/Independência de Gestão; **G** - Administração de Recursos Humanos; e **H** - Responsabilidade Social;

**C.I.** - Categoria do Indicador.

Fonte: Elaborado pelo autor.

No geral, os *Clusters* 1 e 2 detêm 29 dos 73 indicadores analisados, com prevalência de indicadores do setor postal e da categoria “não financeira”, sendo, respectivamente, 67% e 40% dos indicadores destas categorias classificados nestes *Clusters*, com destaque para os indicadores “Tamanho do mercado postal”, “Tamanho da concorrência potencial” e “Participação de mercado”. Estes dois últimos em linha com o estudo de Dempsey et al. (1997) que os classificaram como os principais direcionadores não financeiros na previsão de valor.

Com isso, sob a percepção dos gestores, o modelo de agrupamento (*Cluster*) descreve que os indicadores do setor postal têm a maior contribuição relativa na previsão de valor da empresa. Para confirmar este resultado, a Tabela 9 apresenta o teste de média que compara as médias dos indicadores das categorias, utilizando, para tanto, o teste de múltiplas comparações de Tukey-Kramer (LEVINE et al., 2014).

**TABELA 9 – TESTE DE MÉDIA PARA CAPACIDADE DE PREVER VALOR (PV)**

| Categorias       |                    | Todos indicadores (n=73) |             |         | Grupo 1 e 2 (n=29) |             |         |
|------------------|--------------------|--------------------------|-------------|---------|--------------------|-------------|---------|
|                  |                    | Diferença média          | Erro Padrão | p-valor | Diferença média    | Erro Padrão | p-valor |
| Financeira (a)   | Não Financeira (b) | (a - b)<br>-0,234        | 0,098       | 0,049** | (a - b)<br>-0,36   | 0,138       | 0,035** |
| Setor Postal (c) | Financeiro (d)     | (c - d)<br>0,446         | 0,119       | 0,001** | (c - d)<br>0,448   | 0,152       | 0,016** |
|                  | Não Financeira (e) | (c - e)<br>0,212         | 0,098       | 0,082*  | (c - e)<br>0,088   | 0,115       | 0,729   |

Nota: \*\*Significativo ao nível de 5% e \* Significativo ao nível de 10%.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Estatisticamente, os indicadores do setor postal sobressaem frente aos da categoria financeira, ao nível de 5%, e da categoria não financeira, ao nível de 10%.



No que tange aos direcionadores de valor relacionados à diversificação, verifica-se que todos (“Diversificação de clientes”; “Diversificação de produtos/serviços” e “Diversificação geográfica”) foram classificados no segundo *Cluster*. Considerando que para fins deste estudo, são considerados relevantes os direcionadores posicionados nos dois primeiros *Clusters*, pode-se afirmar que os direcionadores de valor relacionados a diversificação foram percebidos pelos gestores como relevantes na determinação do valor das empresas atuantes no setor postal.

Contudo, ao se analisar os direcionadores relacionados ao controle acionário, verificou-se que os indicadores “Concentração de controle acionário” – posicionado no *Cluster 4* -, “Diluição de controle” e “Disputas com acionistas” (*Cluster 5*) não foram percebidos como relevantes na previsão de valor de empresas do setor postal, contrariamente aos estudos de Malighetti et al. (2009), Silveira, Barros e Famá (2008) e Garcia e Martins (2014).

Diferentemente dos estudos de Dempsey et al. (1997) e Pace, Basso e Silva (2003), os indicadores da categoria financeira não foram percebidos pelos gestores como com capacidade de prever valor da empresa no longo prazo. Nenhum indicador financeiro foi classificado no *Cluster 1* e apenas os indicadores “Crescimento em vendas” e “Capacidade de geração de caixa” foram classificados no *Cluster 2*.

Nota-se ainda que os direcionadores “Giro do ativo” e “Alíquota efetiva de IR” foram considerados de pouca capacidade de prever valor (*Cluster 5*), diferentemente dos estudos realizados por Buccini et al. (2014), Corrêa (2012), Loch et al. (2013), Amorim, Pimenta Jr. e Corrar (2009), Hall (2002) e Akalu (2002).

Chama a atenção a ausência de classificação dos indicadores da subcategoria Inovação de produtos/processos nos dois primeiros *Clusters*, pois, segundo Sibio (2014), para que uma empresa possa se tornar líder no seu setor é preciso inovar, principalmente numa indústria em transformação como é o caso do setor postal.

Por fim, e de forma a avaliar coerência das respostas, foi solicitado aos respondentes que, além de avaliar cada indicador quanto à capacidade de prever valor (PV) no longo prazo para a empresa, que fosse avaliada a frequência de uso (FU) e a facilidade de obtenção (FO) do indicador na avaliação da empresa. As tabelas da análise de *Cluster* para os valores médios relacionados à frequência de uso e facilidade de obtenção de informação estão disponíveis nos apêndices 3 e 4, respectivamente.

A Figura 4, a seguir, sintetiza proporção dos indicadores por categoria, nos *Cluster* 1 ou 2, considerados de relevância para este estudo, sendo que a quantidade de indicadores na categoria Financeira, Não Financeira e Setor Postal é de 15, 43 e 15, respectivamente.

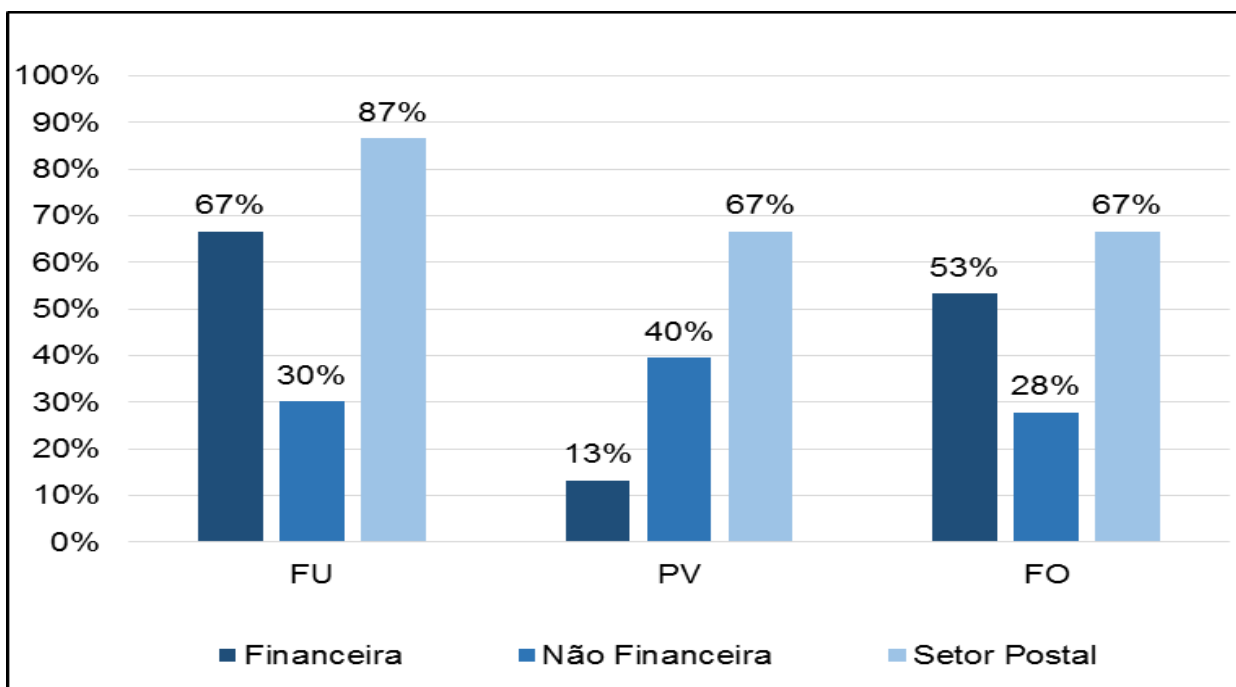


Figura 4 – Proporção de indicadores por categoria nos *Clusters* 1 e 2  
 Fonte: elaborado pelo autor.

Em função da característica intrínseca da população amostral (empresa em um setor específico), sob a percepção dos entrevistados, foi evidenciado de modo global que os indicadores do setor postal são considerados como principais *drives* de valor, devido a facilidade de obtenção e capacidade de previsão, por conseguinte, são os mais utilizados.

A seguir é feita análise desta racionalidade, isto é, validação da percepção dos respondentes quanto à capacidade de prever valor dos direcionadores, por meio do modelo de regressão múltipla.

### 4.3 ANÁLISE ADICIONAL: MODELO DE REGRESSÃO

Conforme informado na subseção 3.3.2, a ideia de desenvolver o modelo de regressão múltipla no presente estudo, é para avaliar a coerência das respostas dadas pelos participantes quanto a capacidade de prever valor (PV) dos direcionadores.

Para tanto, deve-se avaliar a relação existente entre frequência de uso (FU), capacidade de previsão de valor (PV) e facilidade de obtenção (FO) dos dados, pois, segundo Dempsey et al. (1997), se o indicador tem capacidade de prever valor e se for de fácil obtenção tende a ser utilizado com mais frequência.

Ao avaliar o p-valor associado a estatística F, conclui-se que o modelo foi ajustado ao nível de 5% de significância. A estatística R-quadrado informa que a variabilidade da frequência de uso (FU) é explicada pelas variáveis independentes (ou explicativas) em 85,9%.

**TABELA 10 – ESTATÍSTICA DO MODELO DE REGRESSÃO MÚLTIPLA**

| Modelo              | Coeficientes |             |                  | Estatística t | p-valor |
|---------------------|--------------|-------------|------------------|---------------|---------|
|                     | Beta         | Erro Padrão | Beta Padronizado |               |         |
| Constante           | -1,404       | 0,245       |                  | -5,731        | 0,000** |
| PV                  | 0,740        | 0,079       | 0,523            | 9,393         | 0,000** |
| FO                  | 0,508        | 0,061       | 0,468            | 8,287         | 0,000** |
| <i>DummyFin</i>     | 0,337        | 0,065       | 0,276            | 5,223         | 0,000** |
| <i>DummySetor</i>   | 0,233        | 0,061       | 0,191            | 3,791         | 0,000** |
| Estatística F       | 110,871      |             |                  |               |         |
| p-valor (F)         | 0,000**      |             |                  |               |         |
| R-quadrado ajustado | 0,859        |             |                  |               |         |

Nota: \*\*Significativo ao nível de 5%.

$$\overline{FU}_j + \beta_0 + \beta_1 \overline{PV}_j + \beta_2 \overline{FO}_j + \beta_3 \text{DummyFin}_j + \beta_4 \text{DummySetor}_j + \varepsilon_j$$

$\overline{FU}_j$ - frequência de uso média do j-ésimo indicador;  $\overline{PV}_j$ - capacidade prever média do j-ésimo indicador;  $\overline{FO}_j$ - facilidade de obtenção média do j-ésimo indicador; **DummyFin** – um (1) se o indicador pertence a categoria financeira e zero (0) caso contrário; ; **DummySetor** – um (1) se o indicador pertence a categoria setor postal e zero (0) caso contrário; e  $\varepsilon_j$  – Erro

Fonte: elaborado pelo autor.

Analisando a coerência e racionalidade dos entrevistados quanto as respostas, nota-se que as estatísticas associadas ao modelo de regressão múltipla resultaram como esperado. Tanto FO quanto PV apresentaram correlação positiva com a FU, ou seja, quando o indicador é de fácil obtenção (FO) aumenta a frequência de utilização (FU), da mesma forma, se o indicador possui capacidade de prever valor (PV) aumentará sua utilização (FU). Ao comparar a importância do FO e PV, a partir da estatística beta padronizado, nota-se uma superioridade da PV frente ao FO.

Ao avaliar as estimativas dos coeficientes das dummy's, chega-se as seguintes conclusões estatísticas ao nível de 5% de significância: i) a frequência de uso dos indicadores da categoria financeira é superior, em média, 0,337, quando comparado as demais categorias; e ii) a frequência de uso dos indicadores do setor postal é superior, em média, 0,233, quando comparado as demais categorias. Estes resultados, devem-se, ao fato da obrigatoriedade de padronização e divulgação das informações financeiras, como também, devido as características do estudo ao setor específico.

## Capítulo 5

### 5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo foi desenvolvido com o objetivo de identificar os principais direcionadores com capacidade de prever valor de empresas atuantes no setor postal, na percepção dos gestores da Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos. As hipóteses utilizadas na pesquisa foram as seguintes: (H1) direcionadores de valor específicos do setor postal são percebidos pelos gestores como os que mais contribuem na previsão de valor da empresa comparativamente aos direcionadores financeiros e não financeiros gerais; (2) os direcionadores de valor relacionados a diversificação (geográfica, de clientes e de produtos/serviços) são percebidos pelos gestores como relevantes na previsão de valor das empresas atuantes no setor postal; e (3) os direcionadores de valor relacionados a controle acionário (concentração de propriedade, diluição de controle acionário e disputas com acionistas) são percebidos como relevantes na previsão de valor das empresas atuantes no setor postal.

Este objetivo foi atingido por meio da análise de *Cluster* onde foram considerados relevantes os direcionadores de valor, considerados homogêneos quanto aos valores médios, classificados nos dois primeiros agrupamentos, isto é, nos grupos de maiores médias.

Com base nos resultados apresentados, foi possível verificar que prevaleceu nos dois primeiros *Clusters*, de forma relativa, os indicadores específicos do setor postal e

os não financeiros, com maior concentração de indicadores da primeira categoria (67% e 40% dos indicadores destas categorias, respectivamente). No tocante aos indicadores de valor relacionados à diversificação, todos foram classificados no segundo *Cluster*, demonstrando a sua relevância na percepção dos gestores.

Os indicadores relacionados à concentração de propriedade, controle acionário e disputas com acionistas foram classificados nos *Clusters* 4 e 5, portanto, não foram considerados pelos gestores do setor postal como relevantes na capacidade de prever valor de empresas atuantes neste setor.

As variáveis que mais contribuem na previsão de valor de empresas postais, sob a percepção dos gestores, foram, por ordem de importância: tamanho do mercado postal; tamanho da concorrência potencial; participação de mercado; diversificação de clientes; tamanho da população atendida; e dimensão territorial coberta pelos serviços. Todas elas pertencentes a subcategoria “ambiente competitivo”.

Como limitação desta pesquisa destaca-se o fato de sua aplicação está restrita aos gestores da Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos, o que impede uma generalização para todo o setor postal.

Por isso, sugere-se, como contribuição a futuras pesquisas, a ampliação deste estudo para todo setor postal, com base nos registros da União Postal Universal, que congrega os Correios de 192 países-membros.

Outra possibilidade seria identificar ou validar os direcionadores de valor relevantes para este setor relacionando-os com as seguintes variáveis dependentes:

indicadores de valor de mercado (preço de ação, Q de Tobin); ou outros indicadores que possam avaliar a criação de riqueza (MVA, EVA, ROE).

Por fim, espera-se que este estudo possa incentivar o desenvolvimento de novas pesquisas sobre o tema neste setor, que inicia o processo de abertura para o capital privado e para o mercado como um todo.



## Capítulo 6

### REFERENCIAS

ACCENTURE. **Achieving high performance in the postal industry**: Accenture research and insights 2014. Accenture, 2014. Disponível em: <<https://acma.memberize.net/clubportal/clubdocdisplay.cfm?clubID=2129&docID=23871&priv=0>>. Acesso em: 11 jan. 2016.

AGUIAR, A. B. et al. Análise dos direcionadores de valor em empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 22, nº 2, São Paulo, mar/abr 2011.

AKALU, M. M. Measuring and ranking value drivers: a shareholder value perspective. **Tinbergen Institute Discussion Paper**, n. 043-2, 2002.

AMIR, E.; LEV, B. Value-relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry. **Journal of Accounting and Economics**, 22, p. 3-30, 1996.

AMORIM, A. L. G. C.; PIMENTA JUNIOR, T.; CORRAR, L. J. Um estudo da relação entre o valor de mercado de empresas listadas na Bovespa e seus direcionadores de valor. **Revista eletrônica de Gestão Organizacional**, 7 (1), p. 102-118, jan/abr 2009.

AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA. **Liberalização do sector postal**: principais questões concorrenciais. Portugal: jul/2010.

BRITTO, D. P. **Avaliação de empresas de real estate**: um estudo sobre os direcionadores tangíveis e intangíveis de valor. 2015. 128 f. Tese (Doutorado em Ciências) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

BUCCINI, A. R. S. et al. Direcionadores de valor de utilities brasileiras: um estudo intersetorial. In: CONGRESSO ANPCONT, 8., 2014, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <[http://congressos.anpcont.org.br/congressos-antigos/viii/images/38\\_39c94.pdf?20150429114417](http://congressos.anpcont.org.br/congressos-antigos/viii/images/38_39c94.pdf?20150429114417)>. Acesso em: 28 jul. 2015.

BUDICA-IACOB, A. F.; BUDICA, B. A. Controversies over the value creation process at the level of enterprises. **Finance - Challenges of the Future**, ano 15, nº 17, p. 186-194, 2015.

CASELANI, D. M. C.; CASELANI, C. N. Direcionadores financeiros e não financeiros: impactos na geração de valor. In: ENCONTRO DA ANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-1949.pdf>>. Acesso em: 07 ago. 2015.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas “valuation”**: calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron Books, 2000.

CORRÊA, A.C.C. **Os fatores determinantes de geração de valor em empresas não financeiras de capital aberto brasileiras**. 2012. 555 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto, 2012.

DE DONDER, P.; CREMER, H.; RODRIGUEZ, F. The implications of liberalising the postal sector on welfare and pricing. **Working Paper**, Institut D'Economie Industrielle, University of Toulouse, 2015.

DEMPSEY, S. J. et al. The use of strategic performance variables as leading indicators in financial analysts' forecasts. **Journal of Financial Statement Analysis**, v. 2, issue 4, p.61-79, summer, 1997.

GARCIA, I. A. L.; MARTINS, O. S. Estrutura de propriedade e controle e desempenho das empresas de capital aberto não financeiras no Brasil. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 11., 2014, São Paulo. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <<http://congressusp.fipecafi.org/web/artigos142014/264.pdf>>. Acesso em: 29 dez. 2015.

GHOSH, D.; WU, A. Relevance of financial and non-financial measures to financial analysts: experimental evidence. **Sciences de Gestion**, nº 65, p. 27-60, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=920988>>. Acesso em 17.04.2016.

GUIMARÃES JUNIOR, F. R. F. et al. Estratégia de criação de valor por meio de direcionadores de valor. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 27., 2007, Foz do Iguaçu. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <[http://www.repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/13861/1/2007\\_eve\\_mvrodrigues\\_estrategia.pdf](http://www.repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/13861/1/2007_eve_mvrodrigues_estrategia.pdf)>. Acesso em: 18 jan. 2016.

GUJARATI, D. **Econometria Básica**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HALL, J. H. Dissecting EVA: the value drivers determining the shareholder value of industrial companies. **Social Science Research Network**, 2002. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=304196](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304196)>. Acesso em 07.03.2016.

HAIR JR., J.F. et al. **Análise Multivariada de dados**. Tradução: Adonai Schlup Sant'Anna. 6.ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

IPC. INTERNATIONAL POST CORPORATION. **Global Postal Industry Report**. Bruxelas, 2014. Disponível em: <[http://www.ipc.be/~media/documents/public/markets/mi%20products/ipc\\_gpir2014\\_key\\_findings.pdf](http://www.ipc.be/~media/documents/public/markets/mi%20products/ipc_gpir2014_key_findings.pdf)>. Acesso em 07.06.2015.

LEVINE, D.M. et al. **Estatística: teoria e aplicações: usando Microsoft® Excel em português**. Tradução: Teresa Cristina Padilha de Souza. 6.ed. Rio de Janeiro: LTC, 2014.

LOCH, M. M. et al. Direcionadores de valor: o roce no setor elétrico brasileiro. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 33., 2013, Salvador. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <  
[http://www.abepro.org.br/biblioteca/enegep2013\\_TN\\_STO\\_179\\_024\\_22604.pdf](http://www.abepro.org.br/biblioteca/enegep2013_TN_STO_179_024_22604.pdf)>.  
 Acesso em: 07 mar. 2016.

MALIGHETTI, P. et al. Value determinants in the aviation industry. **Working Paper**, no. 08, Departamento di Ingegneria Gestionale, Università Degli Studi Di Bergamo, 2009.

MARCELO, J. L. M.; QUIRÓS, J. L. M. Factores determinantes del valor bursátil de las empresas portuguesas (1991-1999). Nueva propuestas metodológicas. **Revista Espanhola de Financianón y Contabilidad**, v. 31, nº 112, p. 495-528, abr-jun/2002.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; CAVALCANTE, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

MARTIN, D. M. L. et al. Análise da relação entre a criação de valor e os direcionadores de valor no setor de saúde no Brasil (2002-2003). **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**. v. 3, no. 2, p. 37-46, jul-dez/2005.

MAVRINAC, S.; SIESFELD, T. **Measures that matter: an exploratory investigation of investor's information needs and value priorities**. Organisation for Economic Co-operation and Development (OCDE), 1998. Disponível em: <  
<https://www.oecd.org/sti/ind/1943389.pdf>>. Acesso em: 25 jan. 2016.

MEDEIROS, D. F. **Value drivers e geração de valor nas empresas: um estudo com as empresas listadas nos índices mid-large cap e small cap**. 2012. 97 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Potiguar, Natal, 2012.

MINADEO, R.; OLIVEIRA, M.C.B. A revolução do setor postal: aplicação do modelo EMCC em dois correios europeus. **Administração de Empresas em Revista**, v. 11, nº 12, p. 70-88, Curitiba, 2012. Disponível em:  
 <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/admrevista/article/view/467>>. Acesso em 06.11.2015.

MUSSA, A.; SANTOS, J. O.; MULLER, W. A criação de valor e seus vetores: um estudo da cia. Vale do Rio Doce. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA, 3., 2006, São Paulo. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <  
[http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos06/655\\_ARTIGO\\_SEGeT\\_2006\\_FINANCAS.pdf](http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos06/655_ARTIGO_SEGeT_2006_FINANCAS.pdf)>. Acesso em: 07 mar. 2016.

OMC. ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DO COMÉRCIO. Disponível em:  
[http://www.wto.org/english/tratop\\_e/serv\\_e/postal\\_courier\\_e/postal\\_courier\\_e.htm](http://www.wto.org/english/tratop_e/serv_e/postal_courier_e/postal_courier_e.htm)>  
 Acesso em 08.06.2015.

PACE, E. S. U.; BASSO, L. F. C.; SILVA, M. A. Indicadores de desempenho como direcionadores de valor. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, nº 1, p. 37-65, jan-mar/2003.

PHARAND, A. New market. **Postal Technology International**, p. 14, jun/2015. Disponível em <http://www.postaltechnologyinternational.com>. Acesso em 23.07.2015

RANGANATHAN, K.; DEY, R. **Redirecting mail: postal sector reform**. The World Bank, Second printing, 1998.

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

RODRÍGUEZ, C. P.; DOMÍNGUEZ, J. P. Un análisis de la transformación del servicio universal y el ámbito reservado en las políticas de competencia del sector postal en la Unión Europea. **Gestión y Política Pública**, v. 19, nº 2, p. 187-237, jul/dez-2010.

SÁ, Graciano. **O valor das empresas**. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 2001.

SIBIO, J. Your customers want your revolution. In: OSBORN, D. (Org.) **Reinventing the post**: emerging opportunities for the postal industry. Londres: Libri Publishing, 2014.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 18, nº 2, p. 51-66, abr/jun 2008.

SOKOL, D. Daniel. Express delivery and the postal sector in the context of public sector anti-competitive practices. **Northwestern Journal of International Law & Business**, p. 353-381, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=488663>>. Acesso em 24.03.2016.

TEIXEIRA, T. G. O sistema postal brasileiro em transformação: propostas e mudanças na regulação do mercado e na reestruturação do modelo organizacional da Empresa Brasileira de Correios e Telégrafo (1994-2011). **Revista de Administração Pública**, v. 48, nº 6, Rio de Janeiro: nov/dez 2014.

UPU. UNIVERSAL POSTAL UNION. **Development of postal services in 2015**. Berna: 2015. Disponível em: <<http://www.upu.int/en/resources/postal-statistics/2015-results.html>>. Acesso em 10.01.2017.

\_\_\_\_\_. **Development strategies for the postal sector: an economic perspective**. Berna: 2014. Disponível em: <[http://www.upu.int/uploads/tx\\_sbdownloader/publicationTrendsDevelopmentStrategiesForThePostalSectorEn.pdf](http://www.upu.int/uploads/tx_sbdownloader/publicationTrendsDevelopmentStrategiesForThePostalSectorEn.pdf)>. Acesso em 10.04.2016.

\_\_\_\_\_. **Países membros**. Disponível em: <<http://www.upu.int/en/the-upu/member-countries.html>>. Acesso em 03.04.2016

VALANCIENE, L.; JEJELEVICUTE, S. Interface between customer value drivers and company's value. **Economics and Management**, v. 17, p. 851-862, 2012.

YOO, C. YANG, D. KIM, H. HEO, E. Key value drivers of startup companies in the new media industry: the case of online games in Korea. **Journal of Media Economics**, 25, p. 244-260, 2012.

## APÊNDICE 1 – PESQUISA SOBRE DETERMINANTES DE VALOR DO SETOR POSTAL

Prezado(a) Senhor(a),

O setor postal tem passado por significativas transformações, motivadas pelo declínio do tráfego mundial de cartas, em função, principalmente, da substituição da correspondência em meio físico pelo meio digital.

Por se tratar de setor de prestação de serviços, as informações não financeiras exercem um papel extremamente relevante na determinação do valor, pois são indústrias que dependem pesadamente dos intangíveis e da experiência dos seus profissionais (MAVRINAC & SIESFELD, 1998; AMIR & LEV, 1996)

Neste contexto, **com o objetivo de identificar os principais direcionadores que determinam o valor de empresa atuante no setor postal sob a percepção dos seus gestores, solicito, gentilmente, a sua colaboração respondendo este questionário.**

Para fins deste estudo, entende-se por valor de empresa, aquele que é gerado pela valor presente dos fluxos de caixa futuros estimados, obtidos por meio das operações da empresa. De forma a maximizar tal valor, utiliza-se um sistema integrado de gestão, denominado VBM (*Value Based Management*), que alinha os objetivos estratégicos aos processos e às ações estratégicas da organização, por meio de direcionadores de valor.

É importante salientar que trata-se de uma pesquisa acadêmica, sob a orientação do professor Dr. Fabio Moraes da Costa (currículo lattes: <http://buscatextual.cnpq.br/buscatextual/visualizacv.do?id=K4704761T6>), portanto, as respostas são confidenciais e serão tratadas em conjunto de forma quantitativa, mantendo a identificação do respondente no maior sigilo.

Agradeço a sua colaboração.

Atenciosamente,

Alexandre Fernandes Braga  
Mestrando – FUCAPE Business School

### Bloco I - Caracterização do respondente

|                             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Nome da Empresa:            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Modelo Societário           | <input type="checkbox"/> Administração Direta / Departamento de Estado<br><input type="checkbox"/> Empresa Estatal (100% do Governo)<br><input type="checkbox"/> Economia Mista (+ 50% do capital social do Governo)<br><input type="checkbox"/> Empresa privada (+ 50% do capital social privado)                                                                                                                                                                  |
| Função/Cargo:               | <input type="checkbox"/> Presidente <input type="checkbox"/> Vice-Presidente <input type="checkbox"/> Diretor<br><input type="checkbox"/> Chefe de Departamento <input type="checkbox"/> Gerente<br><input type="checkbox"/> Outros.<br>Especificar: _____                                                                                                                                                                                                          |
| Área de Atuação:            | <input type="checkbox"/> Presidência <input type="checkbox"/> Tecnologia <input type="checkbox"/> Financeira<br><input type="checkbox"/> Marketing/Comercial <input type="checkbox"/> Operacional <input type="checkbox"/> Postal<br><input type="checkbox"/> Gestão de Pessoas <input type="checkbox"/> Logística e Encomendas <input type="checkbox"/> Internacional<br><input type="checkbox"/> Planejamento <input type="checkbox"/> Outros. Especificar: _____ |
| Experiência no setor postal | <input type="checkbox"/> ≤ 3 anos <input type="checkbox"/> > 3 anos ≤ 5 anos <input type="checkbox"/> > 5 anos ≤ 10 anos<br><input type="checkbox"/> > 10 anos ≤ 20 anos <input type="checkbox"/> > 20 anos ≤ 30 anos <input type="checkbox"/> > 30 anos                                                                                                                                                                                                            |

### Bloco II - Identificação dos determinantes de valor do setor postal

Esta pesquisa busca identificar os direcionadores de valor, financeiros e não financeiros, que, na visão do respondente, mais contribuem na formação do VALOR DA EMPRESA no longo prazo, de forma direta ou indireta.

Como já mencionado, entende-se por VALOR DA EMPRESA, aquele que é gerado pela valor presente dos fluxos de caixa futuros estimados, obtidos por meio das operações da empresa. De forma a maximizar tal valor, utiliza-se um sistema integrado de gestão, denominado VBM (Value Based Management), que alinha os objetivos estratégicos aos processos e às ações estratégicas da organização, por meio de direcionadores de valor.

#### 2.1 Classifique os direcionadores de valor, sob a sua percepção, quanto:

- ao **GRAU DE USO** no processo de gestão e monitoramento de valor de longo prazo da empresa;
- à **CAPACIDADE DE PREVER VALOR** contido em cada medida; e
- à **FACILIDADE DE OBTENÇÃO** destes direcionadores.

Por favor, assinale apenas um opção por item e por atributo.

**Para facilitar o entendimento, segue um exemplo de pergunta que deve ser feita na avaliação dos direcionadores para cada atributo:**

**GRAU DE USO – Na sua percepção, qual é o uso do direcionador lucro líquido na gestão/monitoramento de valor da empresa?**

**CAPACIDADE DE PREVER VALOR – Na sua opinião, qual a contribuição do direcionador lucro líquido na capacidade de prever o valor da empresa?**

**FACILIDADE DE OBTENÇÃO – Qual é o nível de facilidade de obtenção de informação do direcionador lucro líquido?**

**LEGENDA:**

**MB – muito baixo(a)**

**B – baixo(a)**

**M – médio(a)**

**A – alto(a)**

**MA – muito alto(a)**

| Direcionadores de Valor                         |                                                                              | GRAU DE USO |   |   |   |    | CAPACIDADE DE PREVER VALOR |   |   |   |    | FACILIDADE DE OBTENÇÃO |   |   |   |    |
|-------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|-------------|---|---|---|----|----------------------------|---|---|---|----|------------------------|---|---|---|----|
| A. Financeiros                                  |                                                                              |             |   |   |   |    |                            |   |   |   |    |                        |   |   |   |    |
| 1. Lucro líquido                                |                                                                              | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 2. Capacidade de geração de caixa               | Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização / Receita Líquida | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 3. Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)       | Lucro Líquido / Patrimônio Líquido                                           | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 4. Retorno do investimento sobre capital (ROIC) | Lucro Operacional Líquido / Ativo Operacional Líquido                        | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 5. Margem líquida                               | Lucro Líquido / Receita Líquida                                              | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 6. Crescimento em vendas                        | $((\text{Receita Líquida}_t / \text{Receita Líquida}_{t-1}) - 1)$            | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 7. Margem de lucro operacional                  | Lucro Operacional Líquido / Receita Líquida                                  | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 8. Investimento em capital de giro              | Ativo Circulante Operacional - Passivo Circulante Operacional                | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 9. Investimento em ativo fixo                   | $\text{Ativo Fixo}_t - \text{Ativo Fixo}_{t-1}$                              | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 10. Giro do ativo                               | Vendas / Ativo Total                                                         | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 11. Endividamento                               | Passivo Financeiro / Patrimônio Líquido                                      | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 12. Custo de capital próprio                    | Remuneração mínima exigida pelos proprietários                               | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |

|                                          |                                                                  |    |   |   |   |    |    |   |   |   |    |    |   |   |   |    |
|------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|----|---|---|---|----|----|---|---|---|----|----|---|---|---|----|
| 13. Custo de capital de terceiros        | (Despesa Financeira / Passivo Financeiro) * (1 - alíquota de IR) | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA |
| 14. Alíquota efetiva de imposto de renda | Imposto de renda / Lucro antes do imposto de renda               | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA |
| 15. Índice preço/lucro                   | Preço por ação / Lucro por ação                                  | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA |

**Para facilitar o entendimento, segue um exemplo de pergunta que deve ser feita na avaliação dos direcionadores para cada atributo:**

**GRAU DE USO – Na sua percepção, qual é o uso do direcionador nível de satisfação do cliente na gestão/monitoramento de valor da empresa?**

**CAPACIDADE DE PREVER VALOR – Na sua opinião, qual a contribuição do direcionador nível de satisfação do cliente na capacidade de prever o valor da empresa?**

**FACILIDADE DE OBTENÇÃO – Qual é o nível de facilidade de obtenção de informação do direcionador nível de satisfação do cliente?**

**LEGENDA:**

**MB – muito baixo(a)**

**B – baixo(a)**

**M – médio(a)**

**A – alto(a)**

**MA – muito alto(a)**

| Direcionadores de Valor                                  | GRAU DE USO |   |   |   |    | CAPACIDADE DE PREVER VALOR |   |   |   |    | FACILIDADE DE OBTENÇÃO |   |   |   |    |
|----------------------------------------------------------|-------------|---|---|---|----|----------------------------|---|---|---|----|------------------------|---|---|---|----|
| <b>B. Qualidade dos Serviços e Satisfação do Cliente</b> |             |   |   |   |    |                            |   |   |   |    |                        |   |   |   |    |
| 16. Nível de satisfação dos clientes                     | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 17. % de extravio                                        | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 18. Reclamações de clientes                              | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 19. Clientes que melhoram a imagem da empresa            | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 20. % de entregas pontuais                               | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 21. % de clientes fidelizados                            | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 22. Disputas judiciais com clientes                      | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 23. Tempo de atendimento/espera em filas                 | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |

**Para facilitar o entendimento, segue um exemplo de pergunta que deve ser feita na avaliação dos direcionadores para cada atributo:**

**GRAU DE USO – Na sua percepção, qual é o uso do direcionador tempo de desenvolvimento de produtos/serviços na gestão/monitoramento de valor da empresa?**

**CAPACIDADE DE PREVER VALOR – Na sua opinião, qual a contribuição do direcionador tempo de desenvolvimento de produtos/serviços na capacidade de prever o valor da empresa?**

**FACILIDADE DE OBTENÇÃO – Qual é o nível de facilidade de obtenção de informação do direcionador tempo de desenvolvimento de produtos/serviços?**

**LEGENDA:**

**MB – muito baixo(a)**

**B – baixo(a)**

**M – médio(a)**

**A – alto(a)**

**MA – muito alto(a)**



| Direcionadores de Valor                                      | GRAU DE USO |   |   |   |    | CAPACIDADE DE PREVER VALOR |   |   |   |    | FACILIDADE DE OBTENÇÃO |   |   |   |    |
|--------------------------------------------------------------|-------------|---|---|---|----|----------------------------|---|---|---|----|------------------------|---|---|---|----|
| <b>C. Eficiência de Processo</b>                             |             |   |   |   |    |                            |   |   |   |    |                        |   |   |   |    |
| 24. Tempo de desenvolvimento de produtos/serviços            | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 25. Habilidade em customizar produtos/serviços               | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 26. Qualidade da informação gerada no processo produtivo     | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 27. Frequência de coleta e entrega                           | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 28. Prazo de entrega                                         | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 29. Idade dos equipamentos (veículos, máquinas triagem, etc) | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 30. Custos operacionais / empregado                          | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 31. Contas a receber / vendas                                | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 32. Uso da capacidade instalada                              | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |

Para facilitar o entendimento, segue um exemplo de pergunta que deve ser feita na avaliação dos direcionadores para cada atributo:

GRAU DE USO – Na sua percepção, qual é o uso do direcionador Gastos com P&D na gestão/monitoramento de valor da empresa?

CAPACIDADE DE PREVER VALOR – Na sua opinião, qual a contribuição do direcionador Gastos com P&D na capacidade de prever o valor da empresa?

FACILIDADE DE OBTENÇÃO – Qual é o nível de facilidade de obtenção de informação do direcionador Gastos com P&D?

**LEGENDA:**

**MB – muito baixo(a)**

**B – baixo(a)**

**M – médio(a)**

**A – alto(a)**

**MA – muito alto(a)**

| Direcionadores de Valor                         | GRAU DE USO |   |   |   |    | CAPACIDADE DE PREVER VALOR |   |   |   |    | FACILIDADE DE OBTENÇÃO |   |   |   |    |
|-------------------------------------------------|-------------|---|---|---|----|----------------------------|---|---|---|----|------------------------|---|---|---|----|
| <b>D. Inovação de Produtos/Processos</b>        |             |   |   |   |    |                            |   |   |   |    |                        |   |   |   |    |
| 33. Gastos com P&D (Pesquisa e Desenvolvimento) | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 34. % de produtos patenteados                   | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 35. Número de novas patentes                    | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 36. Número de novos produtos/serviços           | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 37. % de vendas de novos produtos               | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |

Para facilitar o entendimento, segue um exemplo de pergunta que deve ser feita na avaliação dos direcionadores para cada atributo:

GRAU DE USO – Na sua percepção, qual é o uso do direcionador tamanho da população atendida na gestão/monitoramento de valor da empresa?

CAPACIDADE DE PREVER VALOR – Na sua opinião, qual a contribuição do direcionador tamanho da população atendida na capacidade de prever o valor da empresa?

FACILIDADE DE OBTENÇÃO – Qual é o nível de facilidade de obtenção de informação do direcionador tamanho da população atendida?

**LEGENDA:**

**MB – muito baixo(a)**

**B – baixo(a)**

**M – médio(a)**

**A – alto(a)**

**MA – muito alto(a)**

| Direcionadores de Valor                                       | GRAU DE USO |   |   |   |    | CAPACIDADE DE PREVER VALOR |   |   |   |    | FACILIDADE DE OBTENÇÃO |   |   |   |    |
|---------------------------------------------------------------|-------------|---|---|---|----|----------------------------|---|---|---|----|------------------------|---|---|---|----|
| <b>E. Ambiente Competitivo</b>                                |             |   |   |   |    |                            |   |   |   |    |                        |   |   |   |    |
| 38. Tamanho da população atendida                             | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 39. Densidade populacional                                    | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 40. Dimensão territorial coberta pelos serviços               | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 41. Tamanho do mercado postal                                 | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 42. Participação de mercado                                   | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 43. Tamanho da concorrência potencial                         | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 44. Percepção da marca                                        | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 45. Proteção por tarifas/cotas (monopólio)                    | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 46. Transparência na regulação do setor                       | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 47. Barreiras legais de entrada no mercado                    | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 48. Mercado liberalizado                                      | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 49. Reserva de mercado (universalização dos serviços postais) | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 50. Alianças estratégicas                                     | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 51. Diversificação geográfica                                 | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 52. Diversificação de clientes                                | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 53. Diversificação de produtos/serviços                       | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |

Para facilitar o entendimento, segue um exemplo de pergunta que deve ser feita na avaliação dos direcionadores para cada atributo:

GRAU DE USO – Na sua percepção, qual é o uso do direcionador continuidade de gestão na gestão/monitoramento de valor da empresa?

CAPACIDADE DE PREVER VALOR – Na sua opinião, qual a contribuição do direcionador continuidade de gestão na capacidade de prever o valor da empresa?

FACILIDADE DE OBTENÇÃO – Qual é o nível de facilidade de obtenção de informação do direcionador continuidade de gestão?

**LEGENDA:**

**MB – muito baixo(a)**

**B – baixo(a)**

**M – médio(a)**

**A – alto(a)**

**MA – muito alto(a)**

| Direcionadores de Valor                       | GRAU DE USO |   |   |   |    | CAPACIDADE DE PREVER VALOR |   |   |   |    | FACILIDADE DE OBTENÇÃO |   |   |   |    |
|-----------------------------------------------|-------------|---|---|---|----|----------------------------|---|---|---|----|------------------------|---|---|---|----|
| <b>F. Qualidade/Independência de Gestão</b>   |             |   |   |   |    |                            |   |   |   |    |                        |   |   |   |    |
| 54. Continuidade de gestão                    | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 55. Experiência/reputação dos administradores | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |

|                                                |    |   |   |   |    |    |   |   |   |    |    |   |   |   |    |
|------------------------------------------------|----|---|---|---|----|----|---|---|---|----|----|---|---|---|----|
| 56. Envolvimento do conselho de administração  | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA |
| 57. Independência do conselho de administração | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA |
| 58. Disputas com acionistas                    | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA |
| 59. Diluição de controle acionário             | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA |
| 60. Concentração de controle acionário         | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA |
| 61. Comportamento ético dos administradores    | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA | MB | B | M | A | MA |

**Para facilitar o entendimento, segue um exemplo de pergunta que deve ser feita na avaliação dos direcionadores para cada atributo:**

**GRAU DE USO – Na sua percepção, qual é o uso do direcionador meritocracia na gestão/monitoramento de valor da empresa?**

**CAPACIDADE DE PREVER VALOR – Na sua opinião, qual a contribuição do direcionador meritocracia na capacidade de prever o valor da empresa?**

**FACILIDADE DE OBTENÇÃO – Qual é o nível de facilidade de obtenção de informação do direcionador meritocracia?**

**LEGENDA:**

**MB – muito baixo(a)**

**B – baixo(a)**

**M – médio(a)**

**A – alto(a)**

**MA – muito alto(a)**

| Direcionadores de Valor                       | GRAU DE USO |   |   |   |    | CAPACIDADE DE PREVER VALOR |   |   |   |    | FACILIDADE DE OBTENÇÃO |   |   |   |    |
|-----------------------------------------------|-------------|---|---|---|----|----------------------------|---|---|---|----|------------------------|---|---|---|----|
| <b>G. Administração de Recursos Humanos</b>   |             |   |   |   |    |                            |   |   |   |    |                        |   |   |   |    |
| 62. Meritocracia (igualdade de oportunidades) | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 63. Participação nos lucros                   | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 64. Plano de opções de compra de ações        | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 65. Turnover dos empregados                   | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 66. Taxa de absenteísmo                       | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 67. Nível da segurança no trabalho            | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 68. Política de benefícios                    | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 69. Treinamento dos empregados                | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |
| 70. Relações trabalhistas                     | MB          | B | M | A | MA | MB                         | B | M | A | MA | MB                     | B | M | A | MA |

**Para facilitar o entendimento, segue um exemplo de pergunta que deve ser feita na avaliação dos direcionadores para cada atributo:**

**GRAU DE USO – Na sua percepção, qual é o uso do direcionador disputas judiciais na gestão/monitoramento de valor da empresa?**

**CAPACIDADE DE PREVER VALOR – Na sua opinião, qual a contribuição do direcionador disputas judiciais na capacidade de prever o valor da empresa?**

**FACILIDADE DE OBTENÇÃO – Qual é o nível de facilidade de obtenção de informação do direcionador disputas judiciais?**

**LEGENDA:****MB – muito baixo(a)****B – baixo(a)****M – médio(a)****A – alto(a)****MA – muito alto(a)**

| <b>Direcionadores de Valor</b>      | <b>GRAU DE USO</b> |   |   |   |    | <b>CAPACIDADE DE PREVER VALOR</b> |   |   |   |    | <b>FACILIDADE DE OBTENÇÃO</b> |   |   |   |    |
|-------------------------------------|--------------------|---|---|---|----|-----------------------------------|---|---|---|----|-------------------------------|---|---|---|----|
| <b>H. Responsabilidade Social</b>   |                    |   |   |   |    |                                   |   |   |   |    |                               |   |   |   |    |
| 71. Desempenho em ações ambientais  | MB                 | B | M | A | MA | MB                                | B | M | A | MA | MB                            | B | M | A | MA |
| 72. Envolvimento com as comunidades | MB                 | B | M | A | MA | MB                                | B | M | A | MA | MB                            | B | M | A | MA |
| 73. Disputas judiciais              | MB                 | B | M | A | MA | MB                                | B | M | A | MA | MB                            | B | M | A | MA |

**2.2 Ranking das Categorias de Direcionadores Não Financeiros**

Classifique as categorias não financeiras, em ordem de importância na determinação de valor de longo prazo de empresas atuantes no setor postal. **Para facilitar o entendimento, verifique os indicadores que compõem cada categoria.**

| <b>Categorias de Direcionadores não Financeiros de Valor</b> | <b>Ranking</b> |
|--------------------------------------------------------------|----------------|
| B. Qualidade dos Serviços e Satisfação de Clientes           |                |
| C. Eficiência de Processo                                    |                |
| D. Inovação de Produtos / Processos                          |                |
| E. Ambiente Competitivo                                      |                |
| F. Qualidade / Independência da Gestão                       |                |
| G. Administração de Recursos Humanos                         |                |
| H. Responsabilidade Social                                   |                |

Obrigado pela sua colaboração. Caso você tenha cadastrado o email, o resultado desta pesquisa será enviada após a defesa da dissertação de mestrado.

**Comentários/Contribuições para melhoria do questionário:**

## APÊNDICE 2 – COMPARATIVO ENTRE MEDIDAS FINANCEIRAS E NÃO FINANCEIRAS APRESENTADAS POR DEMPSEY ET AL. (1997) E PESQUISA ATUAL

### Direcionadores - DEMPSEY ET AL (1997)

#### 1. FINANCEIRAS

Lucro líquido e lucro/ação  
Fluxo de caixa  
ROE  
ROA  
Vendas  
Retorno sobre vendas  
Vendas/total do ativo  
Patrimônio Liq. / total do ativo  
Qualidade das práticas contábeis

#### 2. QUALIDADE DO PRODUTO E SATISFAÇÃO DO CLIENTE

Pesquisa com clientes  
Reclamações na garantia  
Reclamações de clientes  
% Entregas pontuais  
Tempo de resposta dos serviços  
% de vendas repetidas  
Disputas judiciais com clientes

#### 3. EFICIÊNCIA DE PROCESSO

Taxa de quantidade de defeitos  
Tempo de desenvolvimento de produtos  
Tempo de ciclo de fabricação  
Tempo entre pedido e entrega  
Habilidade em customizar produtos

### Direcionadores - BRAGA (2017)

#### 1. FINANCEIRAS

Lucro líquido e lucro/ação  
Capacidade de geração de caixa  
Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)  
Retorno do investimento sobre capital investido (ROIC)  
Crescimento em vendas  
Margem líquida  
Margem de lucro operacional  
Investimento em capital de giro  
Investimento em ativo fixo  
Giro do ativo  
Endividamento  
Custo do capital próprio  
Custo de capital de terceiros  
Alíquota efetiva de imposto de renda  
Índice preço/lucro

#### 2. QUALIDADE DOS SERVIÇOS E SATISFAÇÃO DO CLIENTE

Nível de satisfação dos clientes  
% de extravio\*  
Reclamações de clientes  
Clientes que melhoram a imagem da empresa  
% Entregas pontuais  
% de clientes fidelizados  
Disputas judiciais com clientes  
Tempo de atendimento/espera em filas\*

#### 3. EFICIÊNCIA DE PROCESSO

Tempo de desenvolvimento de produtos/serviços  
Habilidade em customizar produtos/serviços  
Qualidade da informação gerada  
Frequência de coleta/entrega\*  
Prazo de entrega\*

Custos operacionais/empregado  
 Vendas/funcionário  
 CMV/estoques  
 Contas a receber/vendas  
 Investimento de capital  
 Idade de planta e equipamentos  
 Uso da capacidade instalada

#### 4. INOVAÇÃO DE PRODUTOS/PROCESSO

Gastos com P&D  
 % de produtos patenteados  
 Números de novas patentes  
 Número de novos produtos  
 % de vendas de novos produtos

#### 5. AMBIENTE COMPETITIVO

Participação do mercado  
 Percepção da marca  
 Concorrência potencial  
 Proteção por tarifas/quotas  
 % de vendas de produtos patenteados  
 Alianças estratégicas  
 Disputas com legislação antitruste  
 Diversificação geográfica  
 Diversificação de clientes  
 Diversificação de produtos

#### 6. QUALIDADE/INDEPENDÊNCIA DE GESTÃO

Continuidade de gestão  
 Experiência/reputação dos administradores  
 Envolvimento do conselho de administração  
 Independência do conselho de administração  
 Disputas com acionistas  
 Diluição de controle  
 Comportamento ético dos administradores

Idade dos equipamentos  
 Custos operacionais/empregado  
 Contas a receber por vendas  
 Uso da capacidade instalada

#### 4. INOVAÇÃO DE PRODUTOS/PROCESSO

Gastos com P&D  
 % de produtos patenteados  
 Números de novas patentes  
 Número de novos produtos/serviços  
 % de vendas de novos produtos

#### 5. AMBIENTE COMPETITIVO

Tamanho da população atendida\*  
 Densidade populacional\*  
 Dimensão territorial coberta pelos serviços\*  
 Tamanho do mercado postal\*  
 Participação do mercado  
 Tamanho da concorrência potencial  
 Percepção da marca  
 Proteção por tarifas/quotas (monopólio)\*  
 Transparência na regulação do setor\*  
 Barreiras legais de entrada no mercado\*  
 Mercado liberalizado\*  
 Reserva de mercado (universalização dos serviços postais)\*  
 Alianças estratégicas  
 Diversificação geográfica  
 Diversificação de clientes  
 Diversificação de produtos

#### 6. QUALIDADE/INDEPENDÊNCIA DE GESTÃO

Continuidade de gestão  
 Experiência/reputação dos administradores  
 Envolvimento do conselho de administração  
 Independência do conselho de administração  
 Disputas com acionistas  
 Diluição de controle acionário  
 Concentração de controle acionário  
 Comportamento ético dos administradores

**7. ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS HUMANOS**

Igualdade de oportunidades de emprego

Participação funcional

Treinamento de funcionários

Participação nos lucros

Plano de opção de compra de ações

Turnover dos empregados

Taxa de absenteísmo

Segurança no trabalho

Relações trabalhistas

**8. RESPONSABILIDADE SOCIAL**

Ações afirmativas

Desempenho em ações ambientais

Envolvimento com a comunidade

Disputas judiciais

**7. ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS HUMANOS**

Meritocracia (igualdade de oportunidades)

Participação nos lucros

Plano de opção de compra de ações

Turnover dos empregados

Nível de segurança no trabalho

Política de benefícios

Treinamento dos empregados

Relações trabalhistas

**8. RESPONSABILIDADE SOCIAL**

Desempenho em ações ambientais

Envolvimento com a comunidade

Disputas judiciais

\* indicadores específicos do setor postal

## APÊNDICE 3 – ANÁLISE DE CLUSTER PARA OS VALORES MÉDIOS – FREQUENCIA DE USO (FU)

| Indicadores                                                   | C.I. | Média | Indicadores                                                  | C.I. | Média |
|---------------------------------------------------------------|------|-------|--------------------------------------------------------------|------|-------|
| 6. Crescimento em vendas                                      | A    | 3,74  | 29. Idade dos equipamentos (veículos, máquinas triagem, etc) | C    | 2,85  |
| 45. Proteção por tarifas/cotas (monopólio)                    | E    | 3,72  | 9. Investimento em ativo fixo                                | A    | 2,84  |
| 40. Dimensão territorial coberta pelos serviços               | E    | 3,70  | 23. Tempo de atendimento/espera em filas                     | B    | 2,84  |
| 38. Tamanho da população atendida                             | E    | 3,67  | 15. Índice preço/lucro                                       | A    | 2,79  |
| 44. Percepção da marca                                        | E    | 3,63  | 31. Contas a receber por vendas                              | C    | 2,78  |
| 1. Lucro líquido / lucro por ação                             | A    | 3,60  | 50. Alianças estratégicas                                    | E    | 2,77  |
| 28. Prazo de entrega                                          | C    | 3,53  | 32. Uso da capacidade instalada                              | C    | 2,76  |
| 41. Tamanho do mercado postal                                 | E    | 3,51  | 67. Nível da segurança no trabalho                           | G    | 2,74  |
| 39. Densidade populacional                                    | E    | 3,49  | 14. Alíquota efetiva de imposto de renda                     | A    | 2,74  |
| 49. Reserva de mercado (universalização dos serviços postais) | E    | 3,49  | 61. Comportamento ético dos administradores **               | F    | 2,72  |
| 20. % de entregas pontuais                                    | B    | 3,46  | 26. Qualidade da informação gerada no processo produtivo     | C    | 2,69  |
| 66. Taxa de absenteísmo                                       | G    | 3,44  | 63. Participação nos lucros                                  | G    | 2,67  |
| 42. Participação de mercado                                   | E    | 3,40  | 21. % de clientes fidelizados                                | B    | 2,65  |
| 51. Diversificação geográfica *                               | E    | 3,40  | 72. Envolvimento com as comunidades                          | H    | 2,64  |
| 52. Diversificação de clientes *                              | E    | 3,37  | 73. Disputas judiciais                                       | H    | 2,64  |
| 43. Tamanho da concorrência potencial                         | E    | 3,33  | 65. Turnover dos empregados                                  | G    | 2,61  |
| 16. Nível de satisfação dos clientes                          | B    | 3,30  | 60. Concentração de controle acionário **                    | F    | 2,60  |
| 3. Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)                     | A    | 3,30  | 37. % de vendas de novos produtos                            | D    | 2,58  |
| 2. Capacidade de geração de caixa                             | A    | 3,28  | 57. Independência do conselho de administração               | F    | 2,56  |
| 17. % de extravio                                             | B    | 3,28  | 56. Envolvimento do conselho de administração                | F    | 2,54  |
| 68. Política de benefícios                                    | G    | 3,28  | 25. Habilidade em customizar produtos/serviços               | C    | 2,53  |
| 53. Diversificação de produtos/serviços *                     | E    | 3,26  | 19. Clientes que melhoram a imagem da empresa                | B    | 2,51  |
| 48. Mercado liberalizado                                      | E    | 3,21  | 8. Investimento em capital de giro                           | A    | 2,49  |
| 27. Frequência de coleta e entrega                            | C    | 3,19  | 55. Experiência/reputação dos administradores                | F    | 2,49  |
| 12. Custo de capital próprio                                  | A    | 3,18  | 71. Desempenho em ações ambientais                           | H    | 2,46  |
| 30. Custos operacionais por empregado                         | C    | 3,16  | 36. Número de novos produtos/serviços                        | D    | 2,45  |
| 18. Reclamações de clientes                                   | B    | 3,16  | 10. Giro do ativo                                            | A    | 2,38  |
| 47. Barreiras legais de entrada no mercado                    | E    | 3,16  | 33. Gastos com P&D                                           | D    | 2,32  |
| 69. Treinamento dos empregados                                | G    | 3,11  | 22. Disputas judiciais com clientes                          | B    | 2,25  |
| 46. Transparência na regulação do setor                       | E    | 3,05  | 24. Tempo de desenvolvimento de produtos/serviços            | C    | 2,22  |
| 7. Margem de lucro operacional                                | A    | 3,05  | 62. Meritocracia (igualdade de oportunidades)                | G    | 2,19  |
| 5. Margem líquida                                             | A    | 3,04  | 54. Continuidade de gestão                                   | F    | 2,16  |
| 70. Relações trabalhistas                                     | G    | 3,00  | 34. % de produtos patenteados                                | D    | 2,00  |
| 11. Endividamento                                             | A    | 2,98  | 35. Número de novas patentes                                 | D    | 1,95  |
| 13. Custo de capital de terceiros                             | A    | 2,95  | 59. Diluição de controle **                                  | F    | 1,91  |
| 4. Retorno sobre investimento de Capital (ROIC)               | A    | 2,93  | 58. Disputas com acionistas                                  | F    | 1,89  |
|                                                               |      |       | 64. Plano de opções de compra de ações                       | G    | 1,68  |

**Nota:** Categoria – **Financeira** **Não financeira** **Sector Postal**

\* – Direcionadores de valor relacionados a Diversificação;

\*\* – Direcionadores de valor relacionados a Controle Acionário;

**Subcategoria:** **A** - Financeira; **B** - Qualidade dos Serviços e Satisfação do Cliente; **C** - Eficiência de Processo; **D** - Inovação de Produtos/Processos; **E** - Ambiente Competitivo; **F** - Qualidade/Independência de Gestão; **G** - Administração de Recursos Humanos; e **H** - Responsabilidade Social;

**C.I.** - Categoria do Indicador.



### 3 4 – ANÁLISE DE CLUSTER PARA OS VALORES MÉDIOS – FACILIDADE DE OBTENÇÃO DE INFORMAÇÃO (FO)

| Indicadores                                                   | C.I. | Média | Indicadores                                              | C.I. | Média |
|---------------------------------------------------------------|------|-------|----------------------------------------------------------|------|-------|
| 39. Densidade populacional                                    | E    | 4,14  | 8. Investimento em capital de giro                       | A    | 3,16  |
| 40. Dimensão territorial coberta pelos serviços               | E    | 4,09  | 67. Nível da segurança no trabalho                       | G    | 3,14  |
| 1. Lucro líquido / lucro por ação                             | A    | 4,02  | 73. Disputas judiciais                                   | H    | 3,13  |
| 6. Crescimento em vendas                                      | A    | 3,96  | 48. Mercado liberalizado                                 | E    | 3,12  |
| 38. Tamanho da população atendida                             | E    | 3,95  | 60. Concentração de controle acionário **                | F    | 3,11  |
| 66. Taxa de absenteísmo                                       | G    | 3,84  | 43. Tamanho da concorrência potencial                    | E    | 3,11  |
| 45. Proteção por tarifas/cotas (monopólio)                    | E    | 3,81  | 4. Retorno sobre investimento de Capital (ROIC)          | A    | 3,11  |
| 28. Prazo de entrega                                          | C    | 3,80  | 55. Experiência/reputação dos administradores            | F    | 3,09  |
| 51. Diversificação geográfica *                               | E    | 3,74  | 37. % de vendas de novos produtos                        | D    | 3,09  |
| 69. Treinamento dos empregados                                | G    | 3,72  | 47. Barreiras legais de entrada no mercado               | E    | 3,07  |
| 17. % de extravio                                             | B    | 3,63  | 10. Giro do ativo                                        | A    | 3,02  |
| 52. Diversificação de clientes *                              | E    | 3,58  | 54. Continuidade de gestão                               | F    | 3,02  |
| 68. Política de benefícios                                    | G    | 3,58  | 50. Alianças estratégicas                                | E    | 3,00  |
| 53. Diversificação de produtos/serviços *                     | E    | 3,58  | 12. Custo de capital próprio                             | A    | 2,98  |
| 18. Reclamações de clientes                                   | B    | 3,58  | 46. Transparência na regulação do setor                  | E    | 2,96  |
| 3. Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)                     | A    | 3,58  | 15. Índice preço/lucro                                   | A    | 2,93  |
| 20. % de entregas pontuais                                    | B    | 3,56  | 13. Custo de capital de terceiros                        | A    | 2,91  |
| 49. Reserva de mercado (universalização dos serviços postais) | E    | 3,54  | 34. % de produtos patenteados                            | D    | 2,81  |
| 63. Participação nos lucros                                   | G    | 3,51  | 21. % de clientes fidelizados                            | B    | 2,77  |
| 44. Percepção da marca                                        | E    | 3,49  | 22. Disputas judiciais com clientes                      | B    | 2,77  |
| 65. Turnover dos empregados                                   | G    | 3,47  | 35. Número de novas patentes                             | D    | 2,77  |
| 2. Capacidade de geração de caixa                             | A    | 3,46  | 56. Envolvimento do conselho de administração            | F    | 2,73  |
| 7. Margem de lucro operacional                                | A    | 3,44  | 59. Diluição de controle **                              | F    | 2,73  |
| 5. Margem líquida                                             | A    | 3,43  | 32. Uso da capacidade instalada                          | C    | 2,73  |
| 41. Tamanho do mercado postal                                 | E    | 3,42  | 61. Comportamento ético dos administradores **           | F    | 2,64  |
| 27. Frequência de coleta e entrega                            | C    | 3,41  | 57. Independência do conselho de administração           | F    | 2,64  |
| 29. Idade dos equipamentos (veículos, máquinas triagem)       | C    | 3,41  | 72. Envolvimento com as comunidades                      | H    | 2,63  |
| 30. Custos operacionais por empregado                         | C    | 3,38  | 71. Desempenho em ações ambientais                       | H    | 2,59  |
| 9. Investimento em ativo fixo                                 | A    | 3,37  | 26. Qualidade da informação gerada no processo produtivo | C    | 2,57  |
| 11. Endividamento                                             | A    | 3,36  | 24. Tempo de desenvolvimento de produtos/serviços        | C    | 2,43  |
| 31. Contas a receber por vendas                               | C    | 3,30  | 19. Clientes que melhoram a imagem da empresa            | B    | 2,42  |
| 70. Relações trabalhistas                                     | G    | 3,28  | 62. Meritocracia (igualdade de oportunidades)            | G    | 2,42  |
| 14. Alíquota efetiva de imposto de renda                      | A    | 3,25  | 33. Gastos com P&D                                       | D    | 2,40  |
| 42. Participação de mercado                                   | E    | 3,21  | 64. Plano de opções de compra de ações                   | G    | 2,38  |
| 23. Tempo de atendimento/espera em filas                      | B    | 3,19  | 25. Habilidade em customizar produtos/serviços           | C    | 2,36  |
| 16. Nível de satisfação dos clientes                          | B    | 3,18  | 58. Disputas com acionistas                              | F    | 2,32  |
| 36. Número de novos produtos/serviços                         | D    | 3,16  |                                                          |      |       |

**Nota:** Categoria – **Financeira** **Não financeira** **Setor Postal**

\* – Direcionadores de valor relacionados a Diversificação;

\*\* – Direcionadores de valor relacionados a Controle Acionário;

**Subcategoria:** **A** - Financeira; **B** - Qualidade dos Serviços e Satisfação do Cliente; **C** - Eficiência de Processo; **D** - Inovação de Produtos/Processos; **E** - Ambiente Competitivo; **F** - Qualidade/Independência de Gestão; **G** - Administração de Recursos Humanos; e **H** - Responsabilidade Social;

**C.I.** - Categoria do Indicador.