

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

ANÁLISE DOS FATORES DETERMINANTES PARA ESCOLHA DA FORMA DE
INVESTIMENTO EM CRESCIMENTO ORGÂNICO E CRESCIMENTO INORGÂNICO
NAS INDÚSTRIAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 1995 A 2008

João Francisco Morozini

São Paulo
2010

João Francisco Morozini

ANÁLISE DOS FATORES DETERMINANTES PARA ESCOLHA DA FORMA DE
INVESTIMENTO EM CRESCIMENTO ORGÂNICO E CRESCIMENTO INORGÂNICO
NAS INDÚSTRIAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 1995 A 2008

Tese apresentada ao Programa de Pós
Graduação em Administração de
Empresas da Universidade Presbiteriana
Mackenzie para obtenção do título de
Doutor em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Dr. Diógenes Manuel Leiva Martin

São Paulo

2010

REITOR DA UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

Professor Doutor Manasses Claudino Fontele

DECANA DE PESQUISA E POS GRADUAÇÃO

Professora Doutora Sandra Maria Dotto Stump

COORDENADOR GERAL DE PÓS GRADUAÇÃO

Professor Doutor José Geraldo Simões Júnior

**COORDENADORA DO PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM
ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS**

Professora Doutora Darcy Mitiko More Hanashiro

FICHA CATOLOGRÁFICA

M868 Morozini, João Francisco

Análise dos fatores determinantes para escolha da forma de investimento em crescimento orgânico e crescimento inorgânico nas indústrias brasileiras no período de 1995 a 2008/ João Francisco Morozini– 2010.

136 f.: il.; 30 cm

Doutorado (Tese de Doutorado)–

Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2010.

Orientação: Prof. Dr. Diógenes Manuel Leiva Martin

Bibliografia: f. 113-127.

1. Crescimento Orgânico 2. Crescimento Inorgânico 3. Logit Multinomial
4. Painel Binomial de Dados I. Título.

CDD 658.151

**“Aquele que sabe o que quer já percorreu
um longo caminho para alcançá-lo”**

Harold Sherman

Dedico esta tese aos meus pais, que sempre me motivaram a lutar por conquistas.

Dedico também à Tânia, Ana Maria e Milena nas quais encontrei forças para concluir esta etapa.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a Deus a vida repleta de saúde, força, realizações, proteção, desafios, realizações e as dificuldades, com as quais temos oportunidade de aprendizagem.

Ao Dr. Eduardo Kazuo Kayo, que como Professor da Mackenzie me inspirou e ajudou iniciar este trabalho como meu orientador.

Ao meu orientador Professor Dr. Diógenes Manuel Leiva Martin que me aceitou como orientando, direcionando-me e conduzindo-me de forma sábia e tranquila até este momento. MUITO OBRIGADO!

Aos Professores Dr. Eduardo Kazuo Kayo e Dr. José Roberto Ferreira Savoia, cujas recomendações na banca de qualificação foram fundamentais ao desenvolvimento e conclusão desta tese.

A todos os Professores do Programa que, sem medir esforços, transmitiram além de conhecimento, experiência de vida. Especialmente os Professores Dr. Leonardo Fernando Cruz Basso, Dr. Wilson Toshiro Nakamura e Dr. Herbert Kimura.

A todos os colegas de curso com os quais pude compartilhar alegrias, angústias, idéias e superações durante todo período de convivência. Em especial aos novos *amigos* Evelyn Seligmann Feitosa e Marcelo de Jesus.

Agradeço à Professora Luci Nychai a disponibilidade, atenção dispensada e as lições sobre econometria e análise de dados.

Agradeço ao Professor Valdir Michels, que enquanto chefe do departamento de Ciências Contábeis da Universidade Estadual do Centro Oeste – UNICENTRO me proporcionou condições para viagens e conclusão dos créditos no Programa.

Agradeço também a todos os Professores, colegas de departamento que, com paciência entenderam meus dias de mau humor refletidos pela dura jornada que foi este Doutorado.

Em especial, à minha esposa Tânia e às minhas filhas Ana Maria e Milena, por entenderem a minha ausência e as limitações que essa qualificação impôs à nossa família. Agradeço também à Ruth por cuidar delas na minha ausência.

RESUMO

Da perspectiva da firma, desinvestimentos são maneiras alternativas para contrair limites, assim como aquisições, alianças, *joint ventures* e crescimento orgânico são maneiras para expandi-las. Embora pesquisadores tenham dado considerável atenção para as motivações econômicas que levam às aquisições, o que realmente se leva em conta no momento da decisão sobre fazer ou não a aquisição (*Timing of acquisitions*,) ainda é relativamente pouco estudado. Várias pesquisas nacionais e internacionais têm tratado de Fusões e Aquisições sob a perspectiva de análise de desempenho e criação de valor e do crescimento da firma. Pesquisas concentram-se em questões relacionadas com a estratégia para o crescimento orgânico, ressaltando aquelas refletidas nas experiências da Siemens, UPS, The Home Depot, e SYSCO. A partir disso, o objetivo desta tese é evidenciar os fatores que influenciam na escolha da forma de investimento no crescimento das indústrias brasileiras, ou seja, investimento em crescimento orgânico ou em crescimento inorgânico. Para responder o problema de pesquisa proposto nesta tese utilizou-se como método de pesquisa: quanto aos objetivos, o método desenvolvido foi o descritivo e o explicativo; quanto aos procedimentos, a pesquisa foi documental; e quanto à abordagem do problema, foi quantitativa. O problema de pesquisa a ser respondido nesta tese é: Existem fatores considerados determinantes para escolher entre investimento em crescimento orgânico e investimento em crescimento inorgânico como alternativa de expansão das empresas? A população da pesquisa é composta 93 indústrias brasileiras de capital aberto, analisadas no período de 1995 a 2008, com dados secundários, obtidos no Economática. Para testar as oito hipóteses deste estudo utilizaram-se dois modelos econométricos de regressão: O primeiro com *Painel Binomial de Dados* estático e não balanceado, com dados de corte transversal, com os modelos de efeito fixo, aleatório e *Pooled*. O segundo foi o *Logit Multinomial*. Os testes a partir deste modelo revelaram que estatisticamente as variáveis exógenas que apresentaram significância foram pela ordem: Fol_Fin (folga financeira) e Log_Ven (logarítimo das vendas) ao nível de 5% de significância, e sinal do coeficiente positivo no *Painel Binomial de Dados*; Log_Ven (logarítimo das vendas), Fol_Fin (folga financeira), com sinal do coeficiente positivo e ao nível de 5% de significância e Gr_Rent (grau de rentabilidade) com sinal do coeficiente negativo ao nível de 5% de significância. Os resultados desta pesquisa em termos gerais contribuem para elucidar a questão proposta inicialmente, oferecendo evidências empíricas da relação de alguns fatores que podem ser determinantes para a escolha da forma de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico. Portanto, conclui-se que realmente existem fatores que determinam ou direcionam qual decisão sobre a forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

Palavras-chave: Crescimento Orgânico, Crescimento Inorgânico, Aquisições, Painel Binomial de Dados, Logit Multinomial, Forma de Crescimento.

Linha de pesquisa: Finanças Estratégicas

ABSTRACT

From the perspective of the firm, divestitures are alternative ways to contract limits, as well as acquisitions, alliances, joint ventures and organic growth are ways to expand them. Although researchers have given considerable attention to the economic motivations that lead to acquisitions, which really takes into account when making decision on the purchase or not (Timing of acquisitions,) is still relatively little studied. Several investigations have dealt with national and international M & A from the perspective of performance analysis and value creation and growth of the firm. Research focuses on issues related to the organic growth strategy, highlighting those reflected in the experiences of Siemens, UPS, The Home Depot, and SYSCO. From this, the objective of this thesis is to highlight the factors that influence the choice of form of investment in the growth of Brazilian industry, namely investment in organic growth or inorganic growth. To answer the research problem proposed in this thesis was used as a research method: the aims, the developed method was descriptive and explanatory, the procedures, the research was documentary, and how to address the problem, was quantitative. The research problem to be answered in this thesis is: There are factors considered crucial to choose between investment in organic growth and inorganic growth in investment as an alternative to business expansion? The survey consists of 93 publicly traded Brazilian companies, analyzed in the period 1995 to 2008, with secondary data obtained from Economática. To test the eight hypotheses of this study used two econometric models of regression: The first panel Binomial Data with static and unbalanced, with cutting data transverse with fixed effect models, random and Pooled. The second was the Multinomial Logit. The tests from this model revealed that the statistically significant exogenous variables that were presented in the order: Fol_Fin (financial slack) and Log_Ven (logarithm of sales) at the 5% significance and positive sign of the coefficient Binomial Panel Data; Log_Ven (logarithm of sales), Fol_Fin (financial slack), with positive sign of the coefficient and the 5% level of significance and Gr_Rent (level of profitability) with negative sign of the coefficient at the 5% significance level. These results in general contribute to elucidate the question as originally proposed, providing empirical evidence of the relationship of some factors that may be decisive for the choice of form of investment in organic growth or inorganic. Therefore, we conclude that there really are factors that determine what decision or direction on how to invest in growth in Brazilian industry.

Keywords: Growth Organic, Inorganic Growth, Acquisitions, Binomial Panel Data, Multinomial Logit, Shape Growth.

Research Line: Strategic Finance

LISTA DE ABREVIACOES

AC	Ativo Circulante
AT	Ativo Total
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BP	Breuch-Pagan
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CI	Crescimento Inorgânico
CO	Crescimento Orgânico
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EA	Efeito Aleatório
EBIT	Lucro Operacional do Período
EF	Efeito Fixo
EMH	<i>Efficiency Market Hiperlink</i>
F	Fischer
F&As	Fusões e Aquisies
Fol_Fin	Folga Financeira
Form_de_Cresm	Forma de Crescimento
GLS	<i>Generalized Least Square</i>
Gr_Rent	Grau de Rentabilidade
GEE	<i>Generalized Equations Estimator</i>
H	Hausman
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
IFC	<i>International Finance Corporation</i>
LLC	<i>Longbar Argentina</i>
LM	<i>Lagrange Multiplier</i>
Log_At	Logarítimo do Ativo
Log_Ven	Logarítimo das Vendas
LP	<i>Newbridge Latin América</i>
MQG	Mínimos quadrados Generalizados
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
MQP	Mínimos Quadrados Ponderados
MV	Máximo Verossimilhança

ñA	Sem Aquisições
ñCO	Sem Crescimento Orgânico
Niv_End	Nível de Endividamento
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
RBT	<i>Resource-Based Teory</i>
RBV	<i>Resource-Based View</i>
Ris_Fal	Risco de Falência
Ris_Neg	Risco do Negócio
RLP	Realizável a Longo Prazo
Tobin's_Q	Q de Toibin
VIF	<i>Variance Inflator Factor</i>
VPL	Valor Presente Líquido

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 -	Cálculo do grau de rentabilidade.....	74
Equação 2 -	Cálculo do risco no negócio.....	75
Equação 3 -	Cálculo da folga financeira.....	75
Equação 4 -	Cálculo do risco de falência.....	76
Equação 5 -	Cálculo do nível de endividamento.....	77
Equação 6 -	Cálculo do tamanho das vendas.....	78
Equação 7 -	Cálculo do tamanho da ativo.....	78
Equação 8 -	Cálculo do Q de Tobin.....	79
Equação 9 -	Modelo econométrico da Var. Dep para Painel Binário.....	82
Equação 10 -	Modelo econométrico da Var. Dep. Logit Multinomial.....	82
Equação 11 -	Modelo de dados em painel.....	85
Equação 12 -	Modelo de Efeitos Fixos (<i>Within</i>).....	85
Equação 13 -	Modelo de Efeitos Aleatórios (<i>Least Squares–GLS</i>).....	86
Equação 14 -	Estimador de efeito aleatório.....	87
Equação 15 -	Modelo Pooled Generalized Equations Estimator – GEE).....	87
Equação 16 -	Função de Máximo Verossimilhança para o LOGIT.....	92
Equação 17 -	Aleatoriedade dos parâmetros.....	92
Equação 18 -	Medida de tendência.....	93
Equação 19 -	Inferências vetorizadas.....	93

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 -	Custo de agência em relação a estrutura de capital ótima.....	38
Figura 2 -	Evolução da HME embasado na psicologia.....	42
Figura 3 -	Resumo da taxonomia dos ativos intangíveis.....	64
Figura 4 -	Validação do modelo de pesquisa.....	66
Figura 5 -	Processo de escolha de estimadores em painéis de dados estáticos	89

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Indústrias com pelo menos um dos tipos de operações.....	69
Tabela 2 -	Distribuição do crescimento orgânico e das aquisições por ano.....	71
Tabela 3 -	Composição da Variável Dependente para o <i>Painel Binário de Dados</i>	72
Tabela 4 -	Composição da Variável Dependente para o <i>Logist Multinomial</i>	72
Tabela 5 -	Determinantes da escolha da forma de crescimento	73
Tabela 6 -	Relação dos modelos de regressões utilizadas.....	97

LISTA DE QUADROS

Quadro 01 - Estudos relacionados a fusões e aquisições.....	22
Quadro 02 - Utilização de anúncios em estudos financeiros.....	68
Quadro 03 - Estatística descritiva das variáveis – Painel não Balanceado.....	95
Quadro 04 - Fatores de inflação das variáveis independentes – Painel não balanceado.....	95
Quadro 05 - Análise de correlação entre as variáveis – Painel não Balanceado.	96
Quadro 06 - Valores p das variáveis no painel não balanceado.....	98
Quadro 07 - Teste de Breusch-Pagan e Hausman.....	100
Quadro 08 - Modelo 2: Efeito Aleatório usando 830 observações.....	101
Quadro 09 - Modelo Logit Multinomial com erro padrão QML.....	105

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	19
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	29
1.2 OBJETIVOS DA TESE.....	30
1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DO ESTUDO	30
1.4 HIPÓTESES DE PESQUISA.....	33
1.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	34
1.6 ESTRUTURA DA TESE	35
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	36
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA.....	36
2.1.1 Teoria da agência aplicada ao investimento	38
2.1.2 Gerenciamento do risco e a teoria da agência	39
2.1.3 Mercado financeiro e a função gerencial.....	40
2.1.4 Custo de falência na teoria da agência.....	44
2.1.5 O Endividamento na perspectiva da teoria da agência	46
2.2 TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA	50
2.2.1 As Economias de Tamanho e as Economias de Crescimento	52
2.3 TEORIA DO CUSTO DE TRANSAÇÃO NO TAMANHO DA FIRMA	54
2.3.1 A Economia dos Custos de Transação e suas dimensões	56
2.4 TEORIA DA RESOURCE-BASED VIEW	59
2.4.1 Recursos Tangíveis e Intangíveis na perspectiva da RBV	62
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	65
3.1 O MÉTODO E O MODELO DE PESQUISA	65
3.1.1 Levantamento dos Dados.....	67
3.2 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS	71

3.2.1 Variável Dependente	71
3.2.2 Visão Resumida das Variáveis Independentes	73
3.2.3 Descrição das Variáveis Independentes.....	73
3.2.3.1 Grau de rentabilidade.....	73
3.2.3.2 Risco do Negócio.....	74
3.2.3.3 Folga financeira	75
3.2.3.4 Risco de falência.....	76
3.2.3.5 Nível de endividamento.....	77
3.2.3.6 Tamanho das vendas.....	77
3.2.3.7 Tamanho da firma.....	78
3.2.3.8 Intangibilidade dos ativos	79
3.3 TRATAMENTO ESTATÍSTICO DOS DADOS.....	80
3.4 MODELO UTILIZADO COM DADOS EM PAINEL.....	81
3.4.1 Modelo de Efeitos Fixos (<i>Within</i>)	84
3.4.2 Modelo de Efeitos Aleatórios (<i>Least Squares–GLS</i>).....	86
3.4.3 Modelo <i>Pooled Generalized Equations Estimator – GEE</i>).....	87
3.5 DECISÃO QUANTO AO MODELO COM DADOS EM PAINEL	88
3.5.1 Teste de hipóteses para utilização de efeito fixo ou aleatório	89
3.6 TESTES E PRESSUPOSTOS DE CONSISTÊNCIA APLICADOS AO MODELO	90
3.7 ESPECIFICAÇÃO POR MEIO DA MODELAGEM DO LOGIT MULTINOMIAL	91
4 RESULTADO DA PESQUISA.....	94
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	94
4.1 TESTE DE MULTICOLINEARIEDADE	95
4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO.....	96
4.3 RESULTADOS DAS REGRESSÕES	97
4.4 TESTE DE HIPÓTESES PARA EFEITO FIXO OU ALEATÓRIO	98

4.5 ANÁLISE DO PAINEL BINÁRIO DE DADOS	100
4.6 MODELAGEM DO LOGIT MULTINOMIAL.....	104
4.7 RECOMENDAÇÕES PARA FUTURAS PESQUISAS	107
5 CONCLUSÕES.....	108
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	112
APÊNDICES	128

1 INTRODUÇÃO

As teorias que tratam sobre a decisão de investimento da firma, sejam elas de caráter neoclássico ou não, tendem a considerar a influência das estruturas de mercado na determinação do investimento. Nas Corporações modernas, para as estratégias empresariais e as estruturas organizacionais, são levados em consideração os limites da firma nas suas fronteiras horizontais e verticais, para criar ou ainda aumentar a quantidade de produtos para o mercado (CHANDLER, 1990; BESANKO et al, 2004; BARNEY, 1991).

A firma pode ser analisada sob várias óticas. Com relação ao seu tamanho, ela pode ser vista sob a ótica das suas dimensões horizontal e vertical. A dimensão *horizontal* se refere à escala de produção, quando a firma é produtora de um único produto, ou ao seu escopo, nas firmas multiprodutos. Por sua vez, a dimensão *vertical* reflete a extensão na qual os bens e serviços, que podem ser comprados de outras firmas, são produzidos internamente.

Segundo Besanko (2004), as fronteiras horizontais identificam as quantidades e variedades dos bens e serviços da firma, enquanto as fronteiras verticais se caracterizam com o processo que se inicia com a aquisição das matérias primas até a venda e distribuição dos bens e serviços. Ainda conforme o mesmo autor, as fronteiras horizontais ótimas dependem das economias de escala e de escopo.

Besanko, et al (2004) acrescenta que não importa o posicionamento da empresa na cadeia vertical, desde que ela defina suas fronteiras comparando os benefícios e custos de executar as atividades ou usar o mercado. Essa análise engloba os custos de agência, de influência, das transações e análise de contratos. Portanto, a decisão de “produzir ou comprar” envolve uma análise calculada dos vários benefícios e custos da integração.

Para se compreender a integração vertical se faz necessário conhecer as relações contratuais, pois da mesma forma que a produção, as trocas também apresentam custos. A integração vertical pode servir, então, para economizar esses *custos de transação* (WILLIAMSON, 1971).

Esta tese trata a respeito da forma de crescimento das empresas, especificamente aquele por meio de investimentos em aquisições de empresas, denominado de *Crescimento Inorgânico*, e também o por meio de investimentos no núcleo das empresas, denominado de *Crescimento Orgânico*.

As fusões e aquisições são formas de combinar as empresas conforme a conveniência nas negociações dessas operações sob o ponto de vista econômico.

Dentre os principais objetivos de se fazer Fusões e Aquisições está a perspectiva de crescimento da firma, além da introdução de novos produtos e mercados (WESTON, SIU e JOHNSON, 2001). Segundo Firth (1980), usualmente os principais motivos para operacionalização das tarefas de Fusões e Aquisições são: a) *Maximização da riqueza do acionista* por meio do aumento da rentabilidade ou participação no mercado e b) *Maximização da utilidade gerencial* a partir de um nível aceitável de lucro.

Do ponto de vista da maximização da utilidade gerencial, o potencial aumento no lucro não é fundamental, bastando o incremento no tamanho da firma, promovido pelo crescimento por meio de Fusão e Aquisição (PENROSE, 1959; WILLIAMSON, 1964).

Héau (2001), e Jensen (1988) complementam essas motivações com mais duas possibilidades: 1) *Diversificação do risco e eficiência financeira*, onde a redução do risco de insolvência seria resultante: a) da união de empresas com fluxo de caixa livre que tenham características complementares; b) de incentivos tributários; ou c) maiores custos de reposição. 2) *Ganhos operacionais provenientes de sinergia ou poder de mercado* por economia de escala e escopo resultantes da redução dos custos e aumento da produção por meio de sinergias operacionais.

Evidências empíricas demonstram que os efeitos sinérgicos estão sendo discutidos nos estudos relacionados às Fusões e Aquisições (F&A) gerando benefício econômico para a empresa alvo e adquirente, sendo que a primeira captura maior ganho (DODD e RUBACK, 1977).

Berkovitch e Nayaranan (1993) comentam sobre a dificuldade de se distinguir qual é o verdadeiro motivo de se fazer uma F&A, uma vez que podem ser determinados por três motivos principais, que podem se desdobrar em vários outros.

Os motivos citados por Berkovitch e Nayaranan (1993) são: a) Sinergia: as F&As ocorrem quando existem ganhos econômicos resultantes da união dos recursos das duas firmas; b) Agência: as F&As ocorrem porque geram acréscimo do bem-estar dos administradores em detrimento dos acionistas de firmas adquirentes e c) Hubris: as F&As ocorrem quando existem erros de avaliação dos valores das firmas-alvo cometidos por gestores (*termo usado para descrever a figura da autoridade, empreendedor*) que se engajam em processos de F&As que não são sinérgicos.

Chatterjee (1986) também analisou a hipótese de sinergia e afirma que ela segrega e compara três classes de recursos: a) relacionados ao custo de capital (sinergia financeira), b)

relacionados aos custos de produção (sinergia operacional) e c) relacionados ao preço (sinergia de poder de mercado). A hipótese de sinergia inclui a ideia de que a junção de recursos de duas firmas gera crescimento e sinergia (ELAYAN, 1993).

Entretanto, nem a literatura estratégica, nem a literatura de economia financeira têm explicado por completo a influência de uma aquisição ou investimento interno no desempenho da firma. Os resultados empíricos relacionados à criação ou destruição de valor para as firmas são ainda, inconclusivos (GERBAUD, YORK e WO HAR, 2006, KAYO, SETH e KIMURA 2007).

Comumente, as operações com fusões ou aquisições têm como principal finalidade resolver insuficiências ou carências em termos mercadológicos, tecnológicos ou de capacidades para a gestão do negócio.

O conceito de aquisição é dado quando ocorre a compra de uma firma por outra e apenas uma delas, nesse caso a adquirente, mantém sua identidade (ROSSETTI, 2001). Este tipo de operação é explicitado como sendo uma transação na qual uma firma, qualificada como empresa adquirente, compra as ações em circulação ou os ativos de outra firma, denominada de empresa alvo (DODD, 1980).

Camargos (2002), a partir deste contexto, apresenta os seguintes aspectos: O surgimento e a existência da firma - Economia dos Custos de Transação (COASE, 1937) -, fatores determinantes e limitadores do seu crescimento - Economia dos Custos de Administração (ALCHIAN e DEMSETZ, 1972) -, as imperfeições do mercado - Monopólio (STIGLER, 1950) - e Informações Assimétricas (MYERS e MAJLUF, 1984). Além da separação entre propriedade e controle - Corporação Moderna (BERLE JR. e MEANS, 1932) -, firmas como umnexo de contratos, cujo objetivo final é o de maximizar a riqueza dos acionistas e Estrutura de Propriedade - *Ownership Structure* (JENSEN e MECKLING, 1976) -, firmas como formas eficientes de organizar economicamente os recursos de produção, mesmo naquelas nas quais fosse completa a separação entre propriedade e controle (FAMA, 1980), maximização da utilidade gerencial em detrimento da maximização dos lucros da firma (MARRIS, 1963), Teoria do Mercado de Controle Corporativo (MANNE, 1965) e Teoria dos Fluxos de Caixa Livres (JENSEN, 1986).

Camargos (2002), também aponta que as ideias e consequências dessas teorias afetam tanto a distribuição da riqueza criada pelas firmas, como também os aspectos relacionados aos incentivos que os diversos *stakeholders* têm em investir no crescimento da firma, seja orgânico ou inorgânico e participar de atividades que resultem na criação de valor no desenvolvimento das atividades.

Baseado nessas teorias, Camargos (2002) assinala que a maioria dos motivos para Fusões e Aquisições está fundamentada nas seguintes teorias da firma:

1. Teoria Neoclássica da Maximização dos Lucros da Firma: as forças do mercado motivam os gestores a tomarem decisões que maximizem o valor das firmas e a riqueza dos acionistas. As firmas se engajarão em Fusões e Aquisições se estes resultarem no aumento da riqueza dos acionistas adquirentes, advindos de aumentos na rentabilidade, seja pela criação do poder de monopólio, sinergias, ou substituição de gestores ineficientes nas firmas adquiridas (CAMARGOS, 2002);

2. Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial: além de um nível satisfatório de lucro, os administradores tentarão maximizar sua utilidade, em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas, objetivos estes que podem ser obtidos por meio do aumento do tamanho da firma, sendo as Fusões e Aquisições, uma forma rápida de consegui-los (CAMARGOS, 2002).

Esses são alguns dos motivos que levam as empresas a fazerem as operações de Fusões e Aquisições; entretanto, existem literaturas que colocam diversos argumentos para **explicar as decisões** sobre aquisição das empresas (IYER e MILLER, 2008). As empresas realizam aquisições visando as economias de escala e de escopo, e poder de mercado (HITT, IRELANDA, e HARRISON, 2001), além de internalizar uma organização parceira, uma vez que uma aquisição pode facilitar a transferência de conhecimentos e de aprendizagem cooperativa (KOGUT e ZANDER, 1992). Na perseguição por vantagens competitivas, as empresas participam em aquisições verticais e horizontais (IYER e MILLER, 2008).

Nas últimas décadas inúmeros autores têm publicado na literatura econômico-financeira internacional trabalhos empíricos que evidenciam Fusões e Aquisições. Destacam-se pelas considerações e conclusões trabalhos tais como:

Quadro 1 – Estudos relacionados a fusões e aquisições

Autor (es)	Evidencias
Mandelker, 1974.	Fusões proporcionam retornos anormais tanto para acionistas adquirentes quanto alvos.
Haugen e Langetieg, 1975.	Detectaram sinergia nas operações.
Dodd, 1980; Wier, 1983; Huang e Walkling, 1987; Bradley, Desai e Kim, 1988; Rau e Vermaelen, 1998.	Evidência de reação positiva rápida e elevada do mercado de ações para propostas de operação completadas, e o oposto para propostas canceladas.
Firth, 1980; Malatesta, 1983; Lubatkin, 1983; Dennis e McConnell, 1986;	Fusões e <i>takeovers</i> geraram vantagem para os acionistas das firmas alvo, maximizando a riqueza e desvantagem para os acionistas das

Morck, Shleifer e Vishny, 1990; Ely e Song, 2000.	adquirentes.
Asquith, 1983.	Aumento de lucratividade tanto para adquirente como para a adquirida beneficiam os acionistas.
Asquith, Bruner e Mullins, 1983; Bradley, Desai e Kim, 1983; Franks e Harris, 1989; Vijn, 1994.	Firmas adquirentes geram ganhos durante anúncios das operações de fusões e aquisições, encontrando valorização positiva das ações.
Deangelo e Rice, 1983.	Fraca evidência corroborando a hipótese de que as ações contra <i>takeovers</i> são melhores explicadas como um mecanismo de fortalecimento gerencial.
Schipper e Thompson, 1983.	Evidenciam que aquisições têm retorno positivo <i>ex ante</i> no valor da firma.
Kaplan, 1989.	Após a compra, a empresa tem aumento de fluxos de caixa e lucro líquido, com queda nas despesas.
Servaes, 1996; Denis e Sarin, 1997.	Não encontrou evidências de que a diversificação valoriza a empresa.
Switzer, 1996.	Melhoramento do desempenho das firmas que realizaram fusão.
Ghosh e Ruland, 1998.	Associação forte e positiva entre a propriedade da firma alvo e a probabilidade de aquisição.
Maquieira, Meguginson e Nail, 1998.	Não encontraram evidências de que fusões criam sinergias financeiras.
Song e Walkling, 2000.	Firmas rivais que se tornaram alvo, obtiveram retornos anormais positivos próximo ao anúncio.
Ghosh, 2001.	Não encontrou evidências que demonstrassem melhoramento do desempenho operacional após aquisição.
Graham, Lemmon e Wolf, 2002.	Evidenciou que a reação combinada de mercado para anúncios de aquisição é positiva, mas o excesso de firmas adquirentes declina após o evento da diversificação.
Capron e Pistre, 2002; Uhlebruck, Hitt e Semadeni, 2006; Patrocínio, Kayo e Kimura, 2007.	As empresas adquirentes obtêm criação de valor positiva se for intangível intensiva.
Kayo, Seth e Kimura (2007)	Dentro da literatura financeira fenômenos envolvendo sinergia e hubris sido as teorias mais recorrentes para entender a criação ou a destruição de valor no processo de F&A.
Kayo, Patrocínio e Martin (2008)	Na literatura financeira os fenômenos que envolvem sinergia, agência e <i>hubris</i> têm sido estudados para entendermos a criação (ou destruição) de valor nas fusões e aquisições. Já na literatura estratégica os estudos sobre a criação (ou destruição) de valor têm se concentrado na Teoria Baseada em Recursos (RBV).

Fonte: Elaborado pelo autor

Com base em tais associações, Weston, Siu e Johnson (2001) formularam hipóteses sobre fusões e aquisições:

- 1) Fusões e aquisições são utilizadas para aumentar a capacidade imediata para entrar em um mercado de expansão.
- 2) Fusões e aquisições são uma alternativa menos arriscada para aquisição de novas fábricas e equipamentos.
- 3) Expectativas diferentes entre acionistas e *outsiders* aumentam durante os períodos de subida dos preços das ações.
- 4) Gestão de otimismo durante períodos de retomada econômica está expressa no aumento da concentração das atividades.

Para Camargos e Barbosa (2003), os processos de Fusões e Aquisições estabelecem uma forma rápida de crescimento de uma firma, de ganhar novos mercados, defender-se de aquisições indesejadas, utilizar as oportunidades de investimento, ou até mesmo de alguns participantes desses processos obterem lucros.

Uhlenbruck, Hitt e Semadeni (2006) identificam potenciais benefícios da aquisição ao adquirente de novas tecnologias e capacidades das empresas que, pressionadas a acompanhar o ritmo dos concorrentes, para adquirir *know-how* e desenvolvimento técnico de capacidades, são cada vez mais motivadas a fazer aquisições. Este estudo apresenta dupla contribuição. Em primeiro lugar, contribui de forma importante para a compreensão do conhecimento sobre as capacidades por meio de aquisição. Em segundo lugar, enquanto o mercado acionário acelerou o fracasso de muitas empresas de Internet, outras delas têm seguido um caminho comum para novos empreendimentos por meio de fusões e aquisições com outras organizações.

A decisão de adquirir outra empresa também foi explicada como uma resposta aos problemas de agência (JENSEN, 1988; LICHTENBERG e SIEGEL, 1987), falha de mercado (SHLEIFER e VISHNY, 1991), mudanças fiscais e *antitrust* (BHAGAT, SHLEIFER, e VISHNY, 1990), o excesso de recursos e capacidades (JENSEN, 1993; PENROSE, 1959), a relativa eficiência dos mercados de capitais e incerteza (WILLIAMSON, 1975), e potenciais sinergias operacionais (PORTER, 1980, 1985).

Quanto à classificação das fusões e aquisições, Chatterjee (1990) discrimina as operações de F&A levando em conta que a combinação de empresas que disputam em termos de produtos, mercados ou tecnologia é classificada como transações *relacionadas*. De forma inversa, ou seja, quando não há competição, as transações são denominadas *não relacionadas*.

Do ponto de vista de Wright, Kroll e Parnell (2000), a definição de *relacionada* tem conotação diferente, sugerindo a possibilidade de transferência ou partilha, entre a firma

compradora e a firma adquirida, de competências essenciais semelhantes ou complementares.

Para Eckbo (1993), Seth (1990), Wright, Kroll e Parnell (2000), Weston, Siu e Johnson (2001) e Ross, Westerfield e Jaffe (2002) existem três pontos de vista:

Relacionada Horizontal: Competição de empresas no mesmo tipo de negócio que manifestam semelhança em relação ao mercado de atuação, uso de canais de distribuição e tecnologia de produção ou exploração de pesquisa científica, gerando uma empresa maior com o benefício da economia de escala e/ou de escopo (WRIGHT, KROLL e PARNELL 2000).

A economia de escala envolve a diminuição do custo médio por unidade produzida, e quanto maiores forem os custos de estrutura da empresa, maior será a economia de escala. Podemos afirmar que ela acontece quando se consegue reduzir o custo médio. As economias de escopo ocorrem quando a empresa consegue economizar na medida em que aumenta a variedade dos bens produzidos ou serviços prestados. As fronteiras verticais de uma firma são responsáveis por definirem as atividades que a empresa executa (PEPALL, RICHARDS e NORMAN, 1999).

Existem antecedências deste tipo de integração como o aumento da participação de mercado e como consequência, poder para lidar com os fornecedores e clientes, além de possibilitar a redução dos custos da empresa por meio das economias de escala (WRIGHT, KROLL e PARNELL 2000).

Relacionada Vertical: Envolve a junção de empresas que participam de uma mesma cadeia produtiva, podendo ser para cima (montante), em direção aos fornecedores, ou para baixo (jusante), em direção aos distribuidores (ROSS, WESTERFIELD E JAFFE, 2002). Outra possibilidade é quando as empresas estão em diferentes estágios de operação e produção, possibilitando otimização na destinação de recursos e diminuição dos custos (WRIGHT, KROLL e PARNELL 2000).

Existem quatro tipos de vantagem para esse tipo de transação: a) economias de cadeia vertical, caso sejam resultantes da eliminação de passos da produção, diminuição de custos indiretos e de coordenação das atividades de distribuição com o objetivo de incremento de sinergias; b) economias de cadeia vertical, quando consequência de uma aquisição do tipo montante com o objetivo de melhorar as economias de escala do fornecedor e reduzir preços de compra para as unidades de negócio horizontais; c) inovações na cadeia vertical, proveniente de melhorias ou inovações que podem ser transferidas ou

partilhadas entre as unidades de negócio; d) uma combinação de economias e inovações na cadeia vertical (WRIGHT, KROLL e PARNELL 2000).

Conglomerado e Não Relacionada: São representados pelas empresas que realizam operações de fusões e aquisições e que não operam em um mesmo ramo de atividade. Elas buscam aumentar a carteira de produtos ou o mercado em que atuam, além de diversificar os investimentos com propósito de minimizar riscos e utilizar oportunidades de investimento (WRIGHT, KROLL e PARNELL 2000).

Segundo Weston, Chung e Siu (2001) e Cabral (2000) há que se considerar os diversos tipos de Fusões e Aquisições conforme as diferentes estratégias adotadas pelas empresas envolvidas na operação. Esses autores apresentam uma conotação diferente e mais apropriada para os propósitos da presente pesquisa, pois tratam as operações de Fusões e Aquisições (horizontais, verticais e de conglomerado) como formas de crescimento da empresa.

Crescimento horizontal significa quanto de um dado produto uma firma produz e quantos produtos diferentes a firma oferece. O tamanho horizontal da firma é determinado pelos custos, definidos pelo número de produtos por ela produzidos, onde o custo médio deve ser minimizado. Para que isso ocorra, existe um tamanho ótimo para uma fábrica; fábricas muito pequenas ou muito grandes incorrerão em custo médio maior, com probabilidade de descontinuidade das atividades em curto espaço de tempo (CABRAL, 2000).

Para o mesmo autor, a vertente horizontal de uma empresa é enormemente determinada pelas considerações de custos; assim, a quantidade de produtos fabricados é fator determinante de custos. A vertente vertical resulta do equilíbrio entre os estímulos de investimentos, ou seja, aproveitamento das oportunidades oferecidas pelo mercado, bem como da melhoria de rentabilidade no desempenho da empresa. Compreende-se por integração vertical também o número de estágios do processo de produção que é desenvolvido dentro da firma (CABRAL, 2000).

Fusão e Aquisição Horizontal: Para Weston, Chung e Siu (2001), as Fusões e Aquisições Horizontais abrangem essencialmente duas firmas que atuam e competem no mesmo ramo de negócio, onde a estruturação da firma maior pode gerar benefícios de economia de escala. Esta teoria não é, no entanto, suficiente para justificar a teoria de Fusões e Aquisições Horizontais.

Fusão e Aquisição Vertical: As Fusões e Aquisições Verticais ocorrem entre firmas em diferentes estágios de operações de produção. Uma das justificativas para a integração

vertical é a economia tecnológica, na qual se evitam desperdícios de operações que gerem custos, maximizando a utilização das instalações (WESTON, CHUNG E SIU, 2001).

Fusão e Aquisição de Conglomerado: As Fusões e Aquisições Verticais compreendem a operação entre firmas de diferentes ramos de negócio. Conglomerados gerenciais possuem atributos que vão além daqueles dos conglomerados financeiros, do fornecedor, consultoria gerencial e interações em decisões, incrementando o potencial para o melhoramento do desempenho. Conglomerados financeiros fornecem um fluxo de fundos para cada segmento da operação, exercendo controle sobre eles, sendo, portanto, os tomadores de risco financeiro (WESTON, CHUNG E SIU, 2001).

Teorias de economia, finanças e estratégias têm suscitado motivos que levam as firmas a escolher, como alternativas estratégicas para crescimento, as operações com Fusões e Aquisições (F&A). De acordo com Capron e Pistre (2002), alguns desses motivos estão inseridos no aumento do poder de Mercado, promoção de sinergia operacional e financeira, aproveitamento de ganhos com impostos e superação de gerenciamento com objetivos ineficientes.

O Crescimento da firma é a representação da expansão de um negócio obtido por meio do aumento da sua produção, melhorando a experiência, abrindo novos mercados e vendas, da inovação, lançamento de novos produtos, compromisso dos gestores e empregados das firmas, diversificação, entre outros. Essa expansão pode ocorrer com o crescimento orgânico ou inorgânico.

Hess (2007) define o crescimento orgânico (*organic growth*) como aquele alcançado quando a empresa assume compromisso com a satisfação do cliente, o engajamento de funcionários, núcleo da rentabilidade; desta forma, o crescimento orgânico é uma estratégia de longo prazo para qualquer empresa. O crescimento orgânico representa o dinamismo e a vitalidade do negócio, obtido por meio dos recursos internos da empresa ou financiados por meio de capital de terceiros.

Já o crescimento inorgânico (*inorganic growth*) é representado pela expansão de um negócio conquistado por meio de operações de concentração como fusões, aquisições, alianças, *joint ventures* ou outros tipos de aliança. Conforme a especificidade de determinados setores, esse crescimento pode ocorrer devido a diretivas legais, impacto de alterações cambiais e o desempenho de economias estrangeiras. Em oposição ao crescimento orgânico, este tipo de expansão faz com que empresas atinjam de forma rápida dimensões que levariam mais tempo para atingir crescendo organicamente (HESS, 2007).

Tido como um desafio ao longo do tempo, o crescimento orgânico, assim como as fusões e aquisições, representa para as empresas extraordinário crescimento em receitas e ganhos. Com isso, executivos começaram a sentir pressão dos analistas financeiros, acionistas e outros para o crescimento contínuo, medido por meio de desempenho (KAZANJIAN, HESS e DRAZIN 2006).

O crescimento, principalmente o “*orgânico*”, é tão importante que hoje ocupa o primeiro lugar na lista de prioridades de alguns dos principais CEO’s americanos. Essa é também uma forma menos onerosa financeiramente de crescer, uma vez que as empresas normalmente pagam ágio pela aquisição de outra (DAY, 2007).

Day (2007) afirma que esses executivos sabem que a expectativa de crescimento orgânico de alta qualidade é o agente impulsionador de maior relevância para a criação de valor de uma empresa.

Com uma amostra de mais de 900 grandes empresas analisadas por Kazanjian, Hess e Drazin (2006), aproximadamente 6% de todas as empresas que cresciam apresentavam uma modesta taxa de crescimento global, que poderia ser caracterizada como crescimento orgânico. Isto sugere que, embora mais empresas devam prosseguir com estratégias de crescimento orgânico, poucas são dotadas com as competências, processos e experiências necessárias para o sucesso (KAZANJIAN, HESS e DRAZIN 2006).

Segundo Schendel e Hofer (1979), as técnicas de ajustar a organização às contínuas mudanças, são chamadas de estratégia, que exige dos gestores não somente encarar as mudanças causadas no ambiente organizacional, mas também trabalhar com aquelas geradas pelo crescimento interno da organização (GREINER, 1972).

Na visão de Chakravarthy (1982), a estratégica é um processo por meio do qual o gestor garante a sobrevivência em longo prazo e o crescimento da firma. Chakravarthy expõe ainda que a estratégia é baseada na tentativa de adaptação e busca para que as organizações sejam mais ajustadas ao seu ambiente.

Embora certos teóricos da estratégia organizacional como Andrews (1971), Chaffee (1985), Child (1972), Miles (1980), Schendel e Hofer (1979) sugiram que os gestores organizacionais mudem suas estratégias para refletir as alterações nas circunstâncias relacionadas com seus ambientes, outros como Boeker (1989), Hannan e Freeman (1984), Kelly e Amburgey (1991), Pfeffer e Salancik (1978) e Jennings e Seaman (1994) têm discutido que as organizações são restritas à sua competência.

Para Hess (2007), os iniciadores de crescimento orgânico são os empregados. Muitas empresas têm pessoas que são os principais responsáveis pelo crescimento orgânico da

empresa. Um estudo constatou que esses trabalhadores geralmente pertencem ao nível de gestão intermediário e apresentam algumas características comuns, além de utilizar determinadas estratégias idênticas para dar uma contribuição significativa para o crescimento de sua organização.

Empresas que querem maximizar o crescimento orgânico devem identificar esses trabalhadores em sua organização e dar-lhes os recursos necessários, apoio e encorajamento. A tendência é que isto leve a uma probabilidade de maior sucesso (HESS, 2007).

Sob esse ponto de vista, o crescimento orgânico representa um desafio, pois ao longo de grande parte da década de 1990, as empresas perceberam extraordinário crescimento em receitas e ganhos, e como esta tendência, gestores começaram a sentir pressão significativa para manter o crescimento orgânico contínuo (KAZANJIAN, HESS e DRAZIN 2006).

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

As teorias econômica, financeira e estratégica sugerem muitos motivos para a escolha de aquisições como alternativas de crescimento inorgânico. Alguns desses motivos incluem poder de mercado, busca por sinergia operacional e financeira, aproveitamento de benefícios fiscais e substituição de gestores ineficientes (CAPRON e PISTRE, 2002). Os mesmos autores ainda citam o aumento do poder de Mercado, promoção de sinergia operacional e financeira, aproveitamento de ganhos com impostos e superação de gerenciamento com objetivos ineficientes.

Estudos relacionados ao crescimento orgânico se referem à posição estratégica do crescimento orgânico e medição da *performance* financeira por meio do crescimento orgânico. Entre as questões de estudos foi levantado se o crescimento orgânico é prioritário e se os recursos e práticas estão associadas à empresas bem-sucedidas (KAZANJIAN, HESS e DRAZIN, 2006).

Estudo recente sobre crescimento orgânico analisa os determinantes do desempenho e elementos organizacionais (JOYCE, NOHRIA, e ROBERSON, 2003).

Partindo-se do pressuposto de expansão da firma, esta tese busca responder ao seguinte problema de pesquisa: *Quais são os fatores determinantes para escolher entre*

investimento em crescimento orgânico e investimento em crescimento inorgânico como alternativa de expansão das empresas?

1.2 OBJETIVOS DA TESE

O objetivo principal desta tese é **evidenciar os fatores que podem influenciar na escolha da forma de investimento no crescimento das indústrias brasileiras, ou seja, investimento em crescimento orgânico ou investimento em crescimento inorgânico.**

Para que se possa atingir o objetivo proposto, esta pesquisa será realizada nas indústrias brasileiras que operaram na Bovespa no período de 1995 a 2008.

1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DO ESTUDO

Da perspectiva da firma, desinvestimentos são maneiras alternativas para contrair limites da firma, assim como aquisições, alianças, *joint ventures* e crescimento orgânico são maneiras alternativas para expandi-los (VILLALONGA e MCGAHAN, 2005).

Segundo Villalonga e Mcgahan (2005), uma literatura extensiva em estratégia, economia e finanças investiga os motivos para contração dos limites das firmas, uma prática às vezes referida a diminuir o tamanho, diminuir o escopo ou refocar (HARRIGAN, 1982; DUHAIME e GRANT, 1984; MONTGOMERY, THOMAS e KAMATH, 1984; MONTGOMERY, 1988; BETHEL e LIEBESKIND, 1993; HOSKISSON e HITT, 1994; HOSKISSON; MITCHELL, 1994; JOHN e OFEK, 1995; DALEY, MEHROTRA e SIVAKUMAR, 1997; BERGER e OFEK, 1999; entre outros.). Parte dessa literatura foca nos desinvestimentos como sendo anteriores à aquisição (PORTER, 1987; RAVENSCRAFT e SCHERER, 1987; KAPLAN e WEISBACH, 1992; BERGER e OFEK, 1996).

Mulherin e Boone (2000) comparam modelos de indústria com efeitos na geração de riqueza por meio das aquisições e desinvestimentos. Seus resultados suportam sinergia sobre explicações teóricas de agência para aquisições e desinvestimentos, embora eles não testem

diretamente os determinantes da escolha entre uma alternativa e outra (VILLALONGA e MCGAHAN, 2005).

Existem alguns estudos que analisam a escolha entre aquisições e *Greenfield* (BROUHERS e BROUHERS, 2000; HARZING, 2002; MEHMET, EKREM e KEITH, 2008); entre aquisições, *Brownfield*, e *Greenfield* (CHENG, 2006); entre aquisições, *joint ventures* e alianças contratuais como determinantes de escolha entre diferentes estratégias de crescimento (KAYO, KIMURA, PATROCINIO e OLIVEIRA NETO, 2009).

Um estudo para identificar oportunidades de crescimento da firma foi proposto originalmente por Ansoff (1965), conhecida como matriz de crescimento produto/mercado, considerando: (a) penetração, por meio de ganho de *market share* dos produtos vigentes sob mercados de atuação; (b) desenvolvimento de novos produtos; (c) desenvolvimento de novos mercados, e (d) diversificação de negócios. Esta diversificação de negócios pode ainda ser caracterizada como relacionada ou não aos negócios atuais. (GARCEZ, 2006). Mesmo analisando as oportunidades de crescimento da firma, não foram analisado os fatores que levam a escolher a forma de crescimento, ou seja, com investimento em crescimento orgânico ou em crescimento inorgânico.

Estudos empíricos evidenciam que as aquisições proporcionam a oportunidade para a transferência de recursos, capacidade e experiência pessoal com críticas entre organizações (AHUJA e KATILA, 2001; KARIM e MITCHELL, 2000). Apesar das operações de aquisições poderem criar tensões na integração, também podem enriquecer o conhecimento base e quebrar a rigidez da aquisição de empresas (VERMEULEN e BARKEMA, 2001).

Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2005), uma razão importante para as aquisições é obter maior poder de mercado, que existe quando uma firma é capaz de vender seus bens e serviços acima dos níveis competitivos ou ainda, quando os custos de suas atividades principais ou de apoio são inferiores aos dos competidores. O poder de mercado geralmente é derivado do tamanho da firma e de seus recursos e capacidades para competir no mercado.

As operações de aquisições de empresas são excessivamente complexas, pois envolvem vários intervenientes nas negociações ao mesmo tempo. Nesse cenário, é fácil observar que o processo comporta riscos elevados para a empresa adquirente, como por exemplo, o de pagar um preço muito alto ou, mesmo depois de fechado o negócio, encontrar sérios obstáculos na fusão das empresas, obrigando as adquirentes a definir uma estratégia para que o risco da operação não aumente.

Estudos têm tentado relacionar a aquisição com atividade empresarial medida por ciclo de produção industrial, preços das ações, incorporações empresariais e taxas de juros

(WESTON, SIU e JOHNSON, 2001). As conclusões desses estudos são de que a atividade de aquisição é cíclica e praticamente coincidente com o movimento do preço das ações; já em relação ao crescimento interno o problema que as firmas enfrentam reside em tentar determinar e buscar metas de crescimento.

Embora pesquisadores tenham dado considerável atenção para as motivações econômicas que levam às aquisições, a escolha do que leva a tomar as decisões sobre fazer aquisição (*Timing of acquisitions*) ainda é relativamente pouco estudada. Várias pesquisas nacionais e internacionais têm tratado de Fusões e Aquisições com vista à criação de valor e do crescimento da firma sob a perspectiva de análise de desempenho e criação de valor.

Em sua pesquisa Kazanjian, Hess e Drazin, (2006) concentram-se em questões relacionadas com a estratégia para o crescimento orgânico, ressaltando questões refletidas nas experiências da Siemens, UPS, The Home Depot, e SYSCO. Essas questões incluem: (1) se o crescimento orgânico é definido como a estratégia prioritária das empresas (2) qual é a relação de aquisições para o crescimento orgânico e (3) se o alinhamento de recursos e práticas está associado às empresas de crescimento bem-sucedido.

Estudo recente sobre os determinantes do desempenho, com uma amostra de 200 empresas industriais busca investigar elementos organizacionais que influenciam no crescimento orgânico (JOYCE, NOHRIA, e ROBERSON, 2003). O estudo original foi desenhado para identificar quatro empresas por setor, fazendo o acompanhamento do seu desempenho ao longo de um período de dez anos. O crescimento é fortemente enfatizado na estratégia da empresa em todo o período do estudo. Um foco estratégico no crescimento orgânico supõe uma definição clara e específica, mas a medição do crescimento orgânico é uma tarefa complexa (JOYCE, NOHRIA, e ROBERSON, 2003).

Embasado na análise dessas pesquisas empíricas, não foi encontrado nenhuma evidência de estudos que analisasse os fatores determinantes para escolher a estratégia de investimento em crescimento orgânico e em inorgânico.

Crescimento orgânico representa o verdadeiro crescimento para o núcleo da empresa. É um bom indicador da forma como os gestores têm utilizado os recursos internos para expandir as empresas. Ele mensura também se os gestores têm utilizado as suas aptidões para melhorar o negócio.

O foco dos estudos em crescimento orgânico tem sido em relação ao desempenho e criação de valor obtido pelas firmas após os investimentos. Entretanto, não encontramos evidências de estudos empíricos que analisem o que leva a escolher a estratégia de investimento de crescimento orgânico e inorgânico.

Esta tese se propõe a estudar os fatores que condicionam a escolha da forma de investimento em crescimento orgânico e crescimento inorgânico nas indústrias brasileiras, buscando fazer uma conversação entre as teorias tradicionais em finanças: Teoria da Estrutura de Capital, Mercado Financeiro, Teoria do Crescimento da Firma, Estrutura de Mercado, Custo de Transação, Teoria da Visão Baseada em Recursos, usando como variável dependente a escolha entre aquisição e crescimento orgânico.

1.4 HIPÓTESES DE PESQUISA

Conforme constatação de Kerlinger e Lee (2000, p.26), as hipóteses podem ser consideradas como “instrumento de trabalho da teoria, e podem ser extraídas da própria teoria”. As hipóteses devem ser elaboradas de forma que se possa testá-las e demonstrá-las de forma probabilística, verificando se são verdadeiras ou falsas, dando condição ao pesquisador de fazer uma análise sem viés e isenta de opiniões sobre os resultados encontrados na pesquisa.

Uma hipótese é uma suposição ou proposição ou conjectura lógica sobre o relacionamento entre duas ou mais variáveis, que funciona como tentativa de explicação de certos fatos ou fenômenos. É efetuada com base na rede de associações estabelecidas na fundamentação teórica e é expressa como uma sentença declarativa que relaciona de alguma forma, uma variável a outra ou outras.

Como orientação básica para todo o processo investigativo e consequente resposta ao problema de pesquisa, foi considerada a existência das seguintes hipóteses:

H₁ : A rentabilidade é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

H₂ : O risco do negócio é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

H₃ : A folga financeira é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras..

H₄ : O risco de falência é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

H₅ : O nível de endividamento é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

H₆ : O tamanho das vendas é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

H₇ : O tamanho da firma é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

H₈ : A intangibilidade dos ativos da investidora é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

1.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Este trabalho apresenta algumas limitações observadas em trabalhos empíricos na área de finanças. A pesquisa quantitativa baseou-se em amostra que precisou ser reduzida pelo fato de que nem todas as empresas selecionadas para o estudo apresentaram informações de crescimento orgânico ou inorgânico em todos os períodos analisados. Complementando essa limitação a amostra teve como base somente as indústrias brasileiras listadas na Bolsa de Valores.

Outra limitação esteve no fato de se ter usado para a composição da amostra somente as indústrias que informaram os investimentos em crescimento por meio dos fatos relevantes que estão disponíveis na Economática, estando esta pesquisa vinculada aos dados e informações dela coletados.

Uma terceira limitação foi relacionada com a escolha das variáveis explicativas para este estudo, as quais foram selecionadas com base em outras pesquisas empíricas correlacionadas, levando em consideração o caráter exploratório deste estudo.

Uma quarta limitação foi o fato de se considerar o anúncio de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico, sem estudar se o reflexo desse investimento foi positivo ou negativo em relação ao retorno.

Também se considerou como limitação do estudo a questão relacionada às fontes dos investimentos, ou seja, não foram abordadas as origens dos recursos (próprios ou de terceiros) anunciados como investimento em crescimento orgânico ou inorgânico.

1.6 ESTRUTURA DA TESE

A estrutura desta tese é composta por cinco partes, conforme se segue:

No Capítulo 1 - Introdução - apresenta, de forma geral, o assunto relacionado à esta pesquisa, seguido da construção do problema de pesquisa, objetivo da tese, principais temas abordados no trabalho, justificativa e contribuição do estudo, hipóteses da pesquisa, limitações da pesquisa e a estrutura da tese.

No Capítulo 2 é apresentada a Fundamentação Teórica, que trata das teorias que fundamentaram esta pesquisa. As principais teorias abordadas são: Teoria da Agência, Teoria da Firma, Teoria do Custo de Transação e Teoria da *Resource-Based View* - RBV. Por estas teorias oferecerem predições complementares e coincidirem, as mesmas não são tratadas como concorrentes entre si, mas como complementares.

O Capítulo 3 traz a Metodologia da Pesquisa, onde se explicitam os procedimentos para a pesquisa empírica em todas as fases, ou seja, desde a seleção da população/amostra até a análise dos dados com o modelo estatístico.

No Capítulo 4 demonstram-se os Resultados da Pesquisa, com base na proposta feita na formulação do problema desta tese com suas respectivas variáveis.

Finalmente, no Capítulo 5 são apresentadas as Considerações Finais, que estão relacionadas à pesquisa empírica, além de sugestões para novas pesquisas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Esta fundamentação teórica buscou estruturar a base empírica para o estudo que seguirá; sua intenção é fazê-lo em consonância com a apresentação do problema desta pesquisa, buscando nesta etapa os constructos de crescimento orgânico e crescimento inorgânico das firmas.

Esta etapa do estudo procurou fornecer uma fundamentação teórica que pudesse dar sustentação para a criação das hipóteses desta pesquisa.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

Conforme Jensen e Meckling (1976), a teoria da agência trata do relacionamento entre agentes nas trocas econômicas, onde um ator, o principal, tem poder sobre o comportamento de um outro ator, o agente, em seu favor. Saliencia-se que o bem estar do principal sofre influência das decisões do agente.

Dessa relação surgem os conflitos de agência, que são originários do relacionamento entre o principal e o agente. Para que esta situação não aconteça, os administradores deveriam deixar de lado seus próprios interesses em favor dos interesses dos acionistas (DAMODARAN, 2004).

Para melhor definição, Jensen e Meckling (1976) conceituam o relacionamento de agência como sendo um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (a principal contrata outra pessoa, o agente) executam algum serviço em favor deles, delegando ao agente, alguma autoridade de tomada de decisão.

Quando ocorre divergência de interesse entre o principal e o agente, iniciam-se os conflitos de agência, ou seja, ambos buscam maximizar suas próprias utilidades. Assim sendo, pode-se acreditar que nem sempre o agente agirá necessariamente em benefício do principal (JENSEN e MECKLING, 1976).

Jensen e Meckling (1976) desenvolveram um dos principais trabalhos nessa área, mostrando os impactos dos conflitos de agência na gestão das firmas, que podem influenciar o seu crescimento. Entre esses conflitos, podem-se destacar dois que afetam diretamente o

assunto sobre estrutura de capitais: o conflito entre os acionistas e a administração e o conflito entre os acionistas e os credores (JENSEN e MECKLING, 1976).

O resultado destes conflitos de conveniência entre o principal e o agente gera os custos de agência que podem ser expostos como sendo a soma de: a) gastos de monitoração pelo principal b) gastos com garantias pelo agente e c) perdas resultantes da diferença entre o retorno obtido por meio das decisões tomadas pelo agente e aquele que ocorreria caso fosse tomada a decisão que maximizaria o retorno para o principal (JENSEN e MECKLING, 1976).

Segundo Jensen e Meckling (1976), havendo separação entre propriedade e administração, é comum esse conflito ocorrer quando há falta de incentivo do administrador em maximizar a riqueza do acionista por meio do crescimento da firma. Dois tipos de comportamento dos agentes resultam nesta atitude: a) *moral hazard*, que é a falta de dedicação do agente na execução da sua atividade e b) *seleção adversa*, que é proveniente de informações falsas ou atitudes incoerentes do agente na tomada de decisão. Essa falta de incentivo é manifestada sob duas formas: a) aumento de gastos desnecessários e b) proposta de investimento para crescimento em projetos com valor presente líquido negativo, o qual é mais relevante (JENSEN e MECKLING, 1976).

Essa abordagem teórica está entre as mais conhecidas e utilizadas dentre os trabalhos empíricos que tratam sobre estrutura de capital, observando um grande universo que pode ser pesquisado nesta área.

Ao encontro dessa afirmação, Kayo e Famá (1997) comentam que independentemente do enfoque que se dê ao estudo sobre a estrutura de capital, uma coisa é certa: não se pode afirmar que nenhum deles chega a ser conclusivo.

Assim, a comodidade do acionista não pode ser criticada porque tanto ele próprio como o administrador possuem diferentes objetivos e predisposição ao risco (Wright, 1996). O acionista pode ser considerado neutro em relação ao risco e pode realizar escolhas sobre um grande número de participantes (WISEMAN E GOMEZ-MEJIA, 1998).

Em contrapartida, o administrador precisa agir de maneira contrária ao risco (Williamson, 1963). Em essência, os administradores são, em princípio, adversos ao risco como forma de preservarem seus patrimônios. Sendo assim, a teoria da agência tem como objetivo principal, o estudo das formas para minimizar os custos de agência relacionados com dívidas.

2.1.1 Teoria da agência aplicada ao investimento

Conforme Kayo (2002), quanto maior a participação de acionistas externos na empresa, maior o custo de agência; e por outro lado, quanto maior a participação do acionista externo maior a diminuição do custo de agência das dívidas. Assim a estrutura de capital ótima acontece quando o custo de agência é minimizado, gerando maior rentabilidade, conforme exposto abaixo:

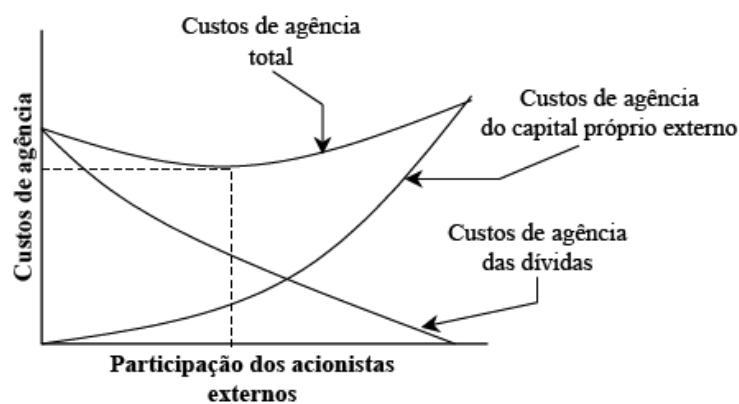


Figura 1 – Custo de agência em relação a investimentos

Fonte: Jensen e Meckling (1976)

Argumentos da teoria de agência explicam porque gerentes podem engajar em transações de *boundary-spanning* (controle de limites) como investimentos em aquisições, mesmo quando essas transações incorrem grande risco e podem ser prejudiciais para o valor das ações (VILLALONGA e McGAHAN, 2005).

Segundo Kayo (2002), a Teoria da Agência tem fortes implicações na definição da estrutura de capital das empresas em diferentes fases do crescimento da firma. Dependendo da proporção de crescimento da empresa, podem surgir dois tipos de problemas: o primeiro é provocado pelo sobre-investimento (*overinvestment*) onde as empresas em fase de maturidade investem mais do que deveriam em projetos que não oferecem VPL (valor presente líquido) positivo; o segundo é provocado por problemas de sub-investimento (*underinvestment*) onde as empresas em fase de crescimento não possuem recursos internos suficientes para investir em todos os projetos de VPL positivos (STULZ, 1990).

Leland e Pyle (1977) têm como ponto de partida as curvas de utilidade e riqueza para evidenciar que a decisão de investimentos por parte do empreendedor permite ao mercado

exterior uma análise da situação interna dos projetos. Em outras palavras, o fato de o empreendedor ter conhecimento assimétrico permite que ele considere a porção que deseja reter de capital próprio e de terceiros em proporção tal que maximize sua utilidade própria.

Essa proporção de retenção de capital é interpretada pelo mercado, gerando uma sinalização sobre o futuro dos investimentos da empresa, e, portanto, uma relação com a geração futura de resultados.

A decisão de investimento é o processo de avaliar e selecionar investimentos em longo prazo, que sejam coerentes com o objetivo da empresa de maximizar a riqueza de seus proprietários, proporcionando maior rentabilidade.

Com base nessa teoria formulou-se a seguinte hipótese:

H₁ : A rentabilidade é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

2.1.2 Gerenciamento do risco e a teoria da agência

Brealey e Myers (2005) comentam sobre os 75 anos de mercado de capitais, apresentando uma pequena lição-história sobre análise financeira e retorno. Afirmam também que o custo de oportunidade do capital depende do risco envolvido em qualquer projeto. Existe a necessidade de se pensar que o risco é definido conforme o gerenciamento de cada situação prática.

Geralmente o risco é visto como um potencial para perdas, podendo ocorrer na receita da empresa, para as pessoas, no patrimônio ou para o meio ambiente, entre outros. Por outro lado também pode representar o potencial de oportunidade de negócios, por meio de investimento no desenvolvimento de um novo produto inovador, pela mudança para novos mercados geográficos, pela aquisição de outra empresa, ou pela adoção de estratégia de crescimento por meio de investimento no crescimento orgânico.

As empresas que gerenciam eficazmente seus riscos têm maior probabilidade de se proteger e obter sucesso no crescimento de seus negócios. O desafio para qualquer empresa é integrar boas práticas nas suas operações diárias e aplicá-las nos aspectos mais amplos de seu exercício organizacional.

Na teoria da tomada de decisão o risco é definido como sendo a variação reflexiva na distribuição de resultados possíveis, suas probabilidades e seus valores subjetivos (MARCH e SAPHIRA, 1987). Matematicamente o risco pode ser expresso como sendo a probabilidade de ocorrência de perdas ou ganhos, multiplicada por sua respectiva magnitude (JAAFARI, 2001).

O gerenciamento do risco envolve a busca da identificação das ameaças e a análise da probabilidade destas ameaças realmente ocorrerem. A função da gestão de riscos é gerenciar a situação de “o que aconteceria se essas ameaças se materializassem” (BORODZICZ, 2005). Trata-se, também, da busca pela minimização da probabilidade de ocorrência da ameaça levando a efeitos indesejados, por meio do desenvolvimento, implementação e operação de controles internos que atenuam, fogem ou transferem os riscos.

Assim formulou-se a seguinte hipótese:

H₂ : O risco do negócio é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

2.1.3 Mercado financeiro e a função gerencial

O desenvolvimento das finanças modernas se deu dentro dos departamentos de economia das universidades por volta dos anos 50, influenciado fortemente pela teoria dos jogos de Von Neumann e Morgenstern (1944) e também pelas suposições implícitas nesta teoria de que os agentes são racionais e os mercados são eficientes.

Para Macedo (2003), as finanças modernas não se fundamentam apenas nas ideias de Markowitz. De acordo com Haugen (2000), existem mais três grandes pilares que a sustentam: a) a irrelevância da política de dividendos, proposta por Merton e Modigliani (1961); b) o Modelo de Determinação de Preços de Ativos (*Capital Asset Pricing Model - CAPM*), proposto por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Black (1972); e c) a teoria dos mercados eficientes, formulado por Fama (1970).

Tido como um dos assuntos mais importantes dentro da teoria de finanças, a hipótese de mercados eficientes é um dos tópicos que mais se destaca em abrir a polêmica. De acordo

com esta hipótese, o mercado seria considerado eficiente se refletisse rapidamente qualquer informação disponível nos preços dos ativos, impossibilitando ganhos anormais. Isto significaria que a posse de informações sobre este mercado não alteraria o retorno esperado. Este conceito foi proposto por Fama (1970), e os trabalhos realizados nas décadas de 70 e 80 tentavam comprová-lo. A conclusão a que se chegava era que o mercado se mostrava eficiente (MUSSA, YANG, TROVÃO e FAMA, 2007).

Diversos estudos mostram que existem inúmeras situações em que os agentes do mercado não apresentam comportamento racional previsto pela teoria de mercados eficientes. Isto levou os adeptos da corrente comportamental a substituir o princípio da racionalidade ilimitada pelo da racionalidade limitada. Essas limitações da natureza humana produzem importantes efeitos econômicos, as chamadas anomalias financeiras. Uma anomalia financeira é um padrão documentado do comportamento de preços que é inconsistente com a teoria de eficiência de mercado e com as expectativas racionais de precificação de ativos (BRAV e HEALTON, 2002).

Alguns estudos evidenciaram a existência de anomalias na teoria de mercados eficientes, daí surgiu a teoria de finanças comportamentais, que, segundo Milanez (2003), incorpora conceitos da Psicologia, da Sociologia e de outras ciências, visando a aproximação da teoria de finanças à realidade dos mercados financeiros. As finanças comportamentais consideram que os investidores podem agir de maneira não racional, impactando consistentemente o comportamento do mercado. (KIMURA, 2003).

Na seqüência, são apresentados os pontos mais relevantes no estudo da evolução da teoria da Hipótese de Mercado Eficiente - HME com embasamento nos conceitos de psicologia.

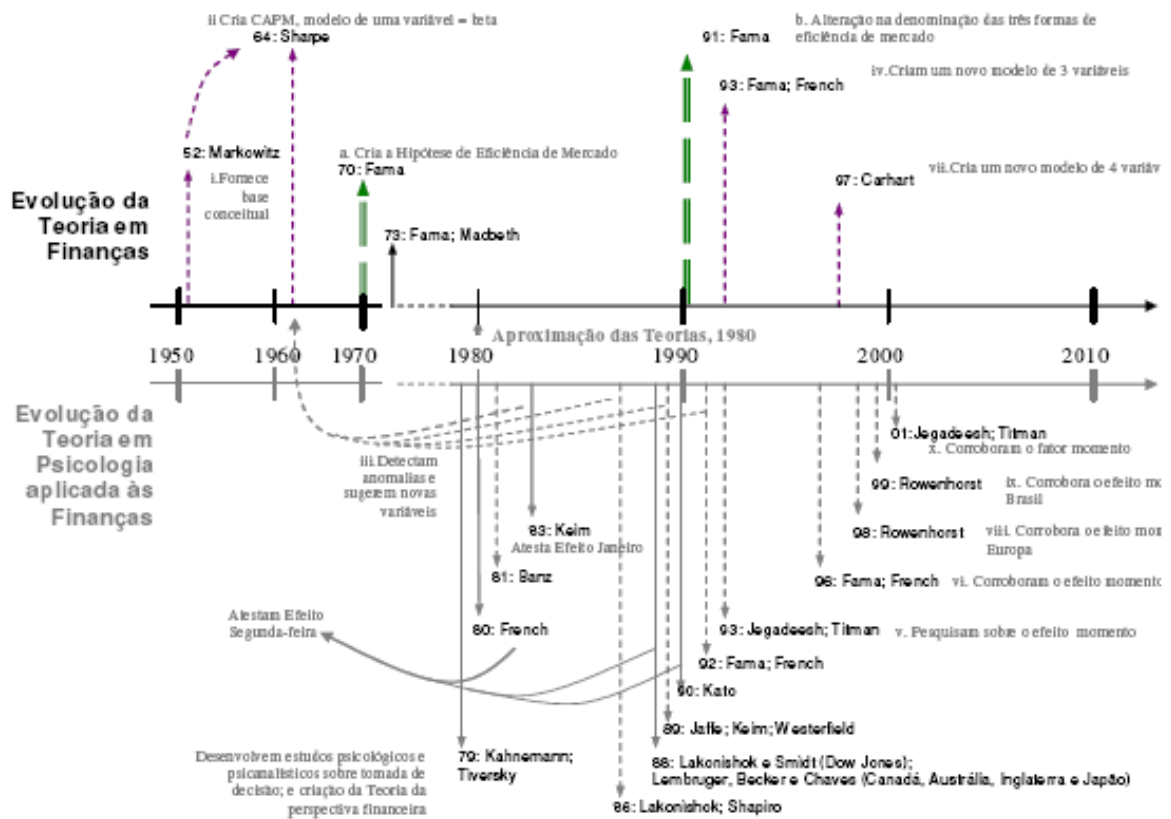


Figura 2 - Evolução da HME embasado na psicologia.

Fonte: Mussa, Yang, Trovão e Fama, 2007

A economia de mercado se caracteriza pelas tomadas de decisão de investimentos pelas empresas e pela escolha dos investidores entre ativos que representam a posse das mesmas empresas sob a prerrogativa de que os preços dos ativos sempre refletem por completo todas as informações relevantes disponíveis (FAMA, 1970). Em mercados eficientes a compra ou venda de qualquer título ao preço vigente no mercado nunca será uma transação com valor presente líquido negativo (BREALEY e MYERS, 2005). Entende-se que essa prerrogativa deva se estender também para os investimentos, sejam eles orgânicos ou inorgânicos.

A eficiência dos mercados faz com que os preços dos ativos flutuem próximos de seu valor intrínseco, onde novas informações relevantes poderiam ligeiramente acarretar mudanças nos valores. Entretanto, o movimento imediato do preço do ativo flutuaria de forma aleatória, evidenciando que os mercados financeiros não são previsíveis (BRUNI e FAMA, 1998).

A Teoria de Finanças traz como conceito fundamental a eficiência dos mercados, onde os preços dos ativos financeiros fornecem sinais adequados para a alocação dos

recursos (COPELAND e WESTON, 1992, *apud* BRUNI e FAMÁ, 1998; FAMA, 1970). A eficiência de mercado (EMH – *Efficiency Market Hypothesis*), defendida por Fama (1970), constituiu-se na fase de ascendência das Finanças Modernas, pois de acordo com a hipótese do Mercado Eficiente, o mercado acionário constitui uma máquina eficiente de processamento de informações.

Brealey e Myers (2005) conceituam mercado eficiente dizendo que são mercados financeiros nos quais os preços de títulos rapidamente refletem todas as informações relevantes sobre os valores dos ativos. Eles reforçam a idéia de que o Valor Presente Líquido (VPL) é o fator de análise, pois utiliza taxas de desconto que são ajustadas para o risco; este ajuste para risco é um subproduto dos preços estabelecidos pelo mercado (BREALEY e MYERS, 2005).

Brealey e Myers (2005) afirmam que sempre se volta ao VPL, pois o valor presente líquido de um projeto mensura em termos quantitativos a diferença entre seu valor e seu custo. Uma empresa maximiza a riqueza dos acionistas ao aceitar todos os projetos que têm um valor presente líquido positivo. Embora o procedimento de avaliação de decisões de financiamento seja idêntico ao procedimento de avaliação de projetos, os resultados são distintos, embora se utilize o VPL para ambos.

Ocorre que a empresa conta com muito mais oportunidades de investimento com valores presentes líquidos positivos do que oportunidades de financiamento com os mesmos valores. Decisões de financiamento são mais complicadas do que decisões de investimento. Algumas vezes, porém, as decisões sobre financiamento são mais fáceis do que as decisões sobre investimentos, isso tudo dentro de um mercado eficiente (BREALEY e MYERS, 2005).

A discussão em evidência, relacionada com as decisões de investimentos, ultimamente refere-se às consequências das limitações financeiras sobre os investimentos. Um grande reconhecimento de que esses fatores conseguem resultados em diversos estudos empíricos é evidente. A temática do investimento sempre foi debatida em conjunto com a política de crescimento. Considerando a imperfeição dos mercados ao se realizar investimentos em crescimento orgânico ou inorgânico é imprescindível analisar a folga financeira da investidora, independentemente se ela utilizará capital próprio ou de terceiros.

Sob esse ponto de vista a hipótese formulada é:

H₃ : A folga financeira é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras..

2.1.4 Custo de falência na teoria da agência

A afirmação segundo a teoria estática de que existe uma estrutura de capital ótima, baseia-se no pressuposto de que existe um ponto de equilíbrio determinado pelos fatores que são incentivados pelo endividamento, relacionados ao benefício fiscal e aos fatores limitadores do mesmo, vinculados aos chamados custos diretos e indiretos de falência (GRINBLATT e TITMAN, 2005).

Os custos de falência diretos dizem respeito ao processo legal que envolve a reorganização de uma empresa falida, enquanto os custos de falência indiretos não estão relacionados de forma direta com a reorganização da empresa, podendo surgir entre empresas com problemas financeiros, ou entre aquelas empresas que estão próximas da falência, mas que talvez não cheguem a falir (GRINBLATT e TITMAN, 2005).

Utilizar recursos obtidos por meio de terceiros pode submeter a empresa à inadimplência, caso o fluxo de caixa gerado por suas operações não seja suficiente para cobrir o pagamento de juros e amortização do principal das dívidas contraídas. Em seu extremo, a inadimplência pode levar a empresa à insolvência. Então, aumentos da participação de dívidas na composição da estrutura de capital podem trazer um aumento na expectativa de custos de falência.

Modigliani e Miller (1958), quando inicialmente propuseram os modelos, consideraram que o capital próprio da empresa era mais arriscado, e por esse motivo, mais caro, à medida que a empresa utilizasse maior quantidade de dívidas. Entretanto, possuíam uma suposição de que a dívida emitida pelas empresas (títulos de dívida) era livre de risco, com menor probabilidade de inadimplência.

A teoria de Modigliani e Miller a respeito de impostos corporativos prevê que as firmas maximizariam seu valor quando utilizassem 100% de capital de terceiros. Porém, na realidade, esta observação é incompatível, pois se por um lado as dívidas trazem benefícios pela utilização da dedução dos juros, por outro lado, um alto grau de utilização de capital de terceiros exerce pressão sobre o valor da empresa pela possibilidade de falência.

Segundo Damodaran (2004) a falência é simplesmente um meio legal para permitir que os credores assumam a empresa quando a queda no valor de seus ativos engatilha uma inadimplência sobre a dívida em circulação na empresa.

Havendo a probabilidade de falência, os custos incorridos, resultantes da falência, são denominados de custo de falência. Os custos diretos são aqueles relacionados ao processo

legal de falência; por sua vez, os custos indiretos podem ser mais representativos que os custos diretos. Comumente a falência dificulta o relacionamento com clientes e fornecedores, o que pode acarretar perda de receita, aumento de exigências por parte dos fornecedores e dificuldades de obter novos recursos para financiar projetos (DAMODARAN, 2004)

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) destacam que o risco da empresa falir exerce um efeito negativo sobre o valor da empresa. No entanto, não é o risco de falência em si que reduz o valor. Na verdade, são os custos associados à falência que o reduz. Assim sendo, nos modelos de Modigliani e Miller deve ser questionado, então, o fato de o uso excessivo da dívida não gerar os custos de falência, ou seja, aqueles que surgem com o evento da falência em si ou com a probabilidade de ela vir a ocorrer.

Nessa linha, um dos primeiros trabalhos foi o desenvolvido por Baxter (1967). A partir de um exemplo numérico, ele demonstra que há uma tolerância ao endividamento até certo limite, tanto dos acionistas quanto dos credores; depois disso veriam suas perspectivas de obtenção de fluxos de caixa diminuir.

Nessa linha de raciocínio, Baxter (1967) conclui que não seria possível considerar realista o pressuposto de Modigliani e Miller de que os lucros operacionais não são influenciados pelo nível de endividamento, o que, por sua vez, prova que os custos de ambas as fontes de financiamento deveriam se elevar em situações de alto grau de alavancagem financeira.

Como desde o modelo de Modigliani e Miller (1958) considera-se que o custo do capital próprio será crescente, haveria uma situação em que os custos de ambas as fontes de financiamento se comportariam de maneira crescente, fazendo com que a utilização do endividamento proporcionasse maior risco. Isso é coerente com a teoria financeira que prega que a maioria dos agentes do mercado será adversa ao risco, exigindo retornos esperados maiores para correr riscos maiores (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002).

Segundo Rocha (2007), cabe destacar que os modelos de *trade-off* entre benefícios fiscais e custos de falência estabelecem algumas relações teóricas importantes, passíveis de avaliação do ponto de vista empírico. As principais são:

a) Empresas com maior risco de negócio, medido por uma maior volatilidade dos seus resultados operacionais, tendem a se endividar menos, para não sofrer uma desvalorização mais forte de seu valor (BAXTER, 1967; BRADLEY, JARREL e KIM, 1984).

b) Empresas com maior lucratividade operacional tendem a se endividar mais, como forma de aumentar o volume de deduções para o cálculo do seu imposto de renda (KIM, 1978; FRANK e GOYAL, 2003).

c) Empresas com maior tamanho tenderiam a se endividar mais, pois têm negócios mais diversificados e estão menos sujeitas aos possíveis efeitos de custos de falência, diretos ou indiretos. Com isso, seriam empresas menos arriscadas (WARNER, 1977; ANG, CHUA e McCONNELL, 1982).

d) Empresas com características de maior singularidade (por exemplo, produtos, processos de produção ou *know-how* muito específicos) tenderiam a se endividar menos, pois sofreriam maior depreciação no seu valor em uma situação de falência, possuindo, assim, maiores custos de falência (TITMAN, 1984).

Conforme Copeland e Weston (1992) os custos de falência podem alterar o valor de mercado de uma empresa porque em um processo de falência, uma terceira parte, que não os acionistas e os credores, receberia também parte dos desembolsos, fracionando o fluxo de caixa, o que evidentemente diminuiria o seu valor presente. Essa terceira parte é designada como sendo os custos diretos de falência, ou seja, os custos legais e administrativos que incidiriam sobre o processo de liquidação da empresa (COPELAND e WESTON 1992).

Sob essa ótica a hipótese formulada é:

H₄ : O risco de falência é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

2.1.5 O Endividamento na perspectiva da teoria da agência

Segundo Damodaran (2004), as organizações têm atribuído aos administradores financeiros a importante tarefa e desafio de maximizar a riqueza dos proprietários, por meio da função financeira, a qual tem sob sua incumbência os três principais tipos de decisão: decisões de investimento, decisões de financiamento e as decisões de distribuição de dividendos (DAMODARAN, 2004; BREALEY e MYERS, 2005).

Conforme Modigliani e Miller, o valor da empresa não pode ser afetado com mudanças na estrutura de capital, como por exemplo, as decisões de financiamento. Com essa afirmação os precursores dessa disseminação abriram possibilidade de estudos da

estrutura de capital relacionado com o valor da empresa, sendo um independente do outro, conforme O'Brien (2003), Brealey e Myers (2005) e Barton e Gordon (1987).

Entretanto, outros pesquisadores argumentam que a estrutura de capital afeta o valor global de uma companhia por seu impacto nos fluxos monetários operacionais e no custo de capital. A estratégia também afeta a estrutura de capital, e conseqüentemente o valor da empresa (GOEDHART, KOLLER e REHM, 2006; BALAKRISHNAN e FOX, 1993).

A estrutura de capital das empresas tem sido objeto de diversos estudos teóricos e empíricos ao longo das últimas décadas e a diversidade de resultados dos trabalhos mais recentes levam à conclusão de que este não é ainda um assunto resolvido. As discussões relativas aos resultados dos principais estudos publicados sobre o tema, principalmente sobre as conclusões do célebre estudo de Modigliani e Miller (1958), levantaram indagações sobre a relevância ou não da estrutura de capital para o valor das empresas (CORREA, BASSO e NAKAMURA, 2007).

Harris e Raviv (1991) buscaram ordenar e condensar a literatura conhecida a respeito da estrutura de capital, relacionando as teorias aos principais estudos empíricos sobre o assunto. Identificaram na literatura outros modelos que tratam da estrutura de capital, citando como exemplo o modelo fundamentado em assimetria de informação e o modelo fundamentado em custos de agência, entre outros.

Segundo Harris e Raviv (1991), a falta de equanimidade entre informações conhecidas pelos gestores (*insiders*) e o mercado (*outsiders*) é caracterizado como sendo assimetria de informações.

Para Harris e Raviv (1991), duas linhas abordam a assimetria de informação. A primeira, onde a estrutura de capital é sinalizada pelos gestores e com visão voltada para perspectivas futuras para os investidores (LELAND e PYLE, 1977; HARRIS e RAVIV, 1991; BREALEY e MYERS, 2005); e a segunda, onde a estrutura de capital é estabelecida pela empresa visando abrandar a ineficiência sobre as decisões de investimentos provocadas pela assimetria de informações (MYERS e MAJLUF, 1984; MYERS, 1984; BRIGHAM e EHRHARDT, 2005; HARRIS e RAVIV, 1991).

A assimetria de informações também é usada com a terminologia *Pecking Order* que segundo Brigham e Gapenski (1977) se refere à organização e gradação adotada pelas firmas para usar fontes de recursos para investimentos.

Enquanto relacionada ao estudo da estrutura de capital das firmas, parte do pressuposto de que os gestores possuem informações que outros não têm, ou seja, são detentores de informações privilegiadas referentes a retornos de investimentos e/ou a

respeito de oportunidades de crescimento da firma sob sua administração. Essas informações podem afetar a estratégia para os investimentos, podendo ser de forma orgânica ou inorgânica.

Não é regra geral o valor da empresa aumentar proporcionalmente com o uso de dívidas. Segundo a conhecida proposição da irrelevância da dívida de Modigliani e Miller - MM, o valor da empresa não pode ser aumentado com mudanças na estrutura de capital.

Brealey e Myers (2005) afirmam que as proporções de financiamento da dívida e de patrimônio não importam. A alavancagem financeira aumenta a taxa de retorno esperada para os acionistas, mas o risco de suas ações aumenta proporcionalmente.

A suposta existência de um nível ótimo de endividamento das empresas não exclui a possibilidade de que possa haver outras razões, teóricas ou práticas, que expliquem a forma como as empresas definem seu composto de capital. A teoria do *pecking order*, por exemplo, baseia-se na ideia de que os administradores se pautam por uma hierarquia para definir que recursos serão utilizados para financiar seus projetos. Mesmo que os administradores sigam tal hierarquia, não fica invalidada a ideia de um nível ótimo de endividamento na linha proposta pela denominada teoria do *Trade - Off*.

De acordo com esta teoria, a dívida apresenta benefício da dedução fiscal dos juros para o imposto de renda, mas por outro lado, pode ter implicação com maiores taxas de juros, decorrentes da maior probabilidade de dificuldade financeira ou risco de insolvência.

Nem sempre as empresas calculam o valor presente de incentivos fiscais resultantes de juros associados com uma política específica de empréstimos. Brealey e Myers (2005) afirmam que as implicações de impostos corporativos para a estrutura de capital fornecem um incentivo fiscal resultante de juros e a política implicada de dívida otimizada parece ser grande.

A literatura financeira ressalta também a importância da questão de perda de flexibilidade que decorre do fato de se trabalhar com alto endividamento. Empresas muito endividadas perdem a possibilidade de tomar novas dívidas caso necessitem de recursos para financiar novos investimentos que surgem inesperadamente. Por conta disso, muitas empresas trabalham com menos dívidas do que gostariam, preservando um potencial de tomada de dívidas adicionais, caso seja necessário. As empresas que tendem a valorizar mais essa questão da flexibilidade são aquelas que estão em franco crescimento, atuando em novos negócios e sujeitos a se depararem com projetos atraentes do ponto de vista de geração de retorno. Também, quanto maior for a incerteza em relação ao surgimento de

projetos futuros, mais importante se torna a questão da flexibilidade, o que normalmente acontece com negócios não maduros e pouco consolidados.

A teoria do *Trade-off* reporta para a conclusão de que não ter dívida ou estar 100% endividada é prejudicial para a firma, portanto um moderado endividamento é bom (BRIGHAM e GAPENSKI 1997). Nessa teoria as firmas buscam o nível ótimo de endividamento, que caracteriza o equilíbrio entre o capital de terceiros e capital próprio.

A escolha do *Trade-off* abrange dois fatores que atuam como forças contrárias: por um lado, há o efeito das economias fiscais, agindo no sentido de incentivar o uso de dívidas; por outro lado, o efeito dos custos de falência esperados, que surgem da maior propensão de uma empresa tornar-se inadimplente diante de uma situação de alto endividamento relacionado à investimentos, seja em aquisições ou em crescimento orgânico.

Estudos relativos à estrutura de capital também vem sendo realizados nas empresas brasileiras. Nakamura (1992) evidencia que o ambiente econômico brasileiro, marcado por longos períodos de inflação e falta de crédito, deve ser considerado na análise da estrutura de capital das empresas, utilizando o endividamento geral na análise. Com amostra representativa de empresas de capital aberto e fechado e utilizando dados relativos às Demonstrações Financeiras, concluiu pela relevância das variáveis “tamanho e grau de intangibilidade do ativo” como determinantes do nível de endividamento geral das empresas (NAKAMURA, 1992).

Famá e Kayo (1997) analisaram as oportunidades de crescimento como determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras, e evidenciaram que as empresas com boas oportunidades de crescimento têm uma tendência a se financiar com capital próprio, e aquelas com menor crescimento tendem a se financiar com dívidas.

Para verificar quais seriam os principais fatores determinantes do endividamento das empresas brasileiras Famá e Perobelli (2001) replicaram o modelo apresentado por Titman e Wessels (1988); usando análise fatorial evidenciaram relação negativa entre o grau de endividamento no curto prazo e as variáveis “tamanho e crescimento dos ativos”. Os resultados evidenciaram que empresas de menor porte tendem a se financiar mais com recursos de curto prazo, enquanto empresas de maior porte são menos dependentes de dívidas de curto prazo.

Moreira e Puga (2001) analisaram a estrutura de capital de empresas brasileiras, referente ao período de 1995 a 1997 evidenciando que fatores como tamanho, origem da propriedade, intensidade do capital e setor de atuação, não produzem variações no padrão de

financiamento. Destacaram a importância dos recursos internos para as empresas de menor porte e sua dificuldade de levantar recursos externos.

Sob essa perspectiva formulou-se a seguinte hipótese:

H₅ : O nível de endividamento é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

2.2 TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA

A despeito do papel subjacente, conferido à firma pela teoria econômica, proporcionalmente à elevação da complexidade organizacional criada no decorrer do tempo, surge a corporação moderna, que necessita de estudos focados e atenção específica (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

O incremento da teoria da firma é estudado por diferentes escolas de economistas, desde Smith (1996) e seus seguidores, os economistas clássicos, tal como Mill (1983), passando pelos economistas neoclássicos, como Marshall (1982), Institucionalistas, como Veblen (1997) e Coase (1937), Neoinstitucionalistas, como Williamson (1991), Schumpeter (1982) e Neoschumpeterianos, destacando-se dentre estes, Penrose (1959).

Sob o ponto de vista do pensamento econômico sobre as firmas, algumas evoluções tiveram impulso após os anos 70, convencendo-se chamá-las de Nova Teoria da Firma; com isso, foi reformulada a abordagem simplista adotada nos modelos neoclássicos.

Dentre os trabalhos de análise e revisão de diversos aspectos da Nova Teoria da Firma e de construção de uma visão integrada, podem-se incluir vários trabalhos relevantes como os de Buckley e Michie (1996), Demsetz (1992 e 1993), Foss, Lando e Thomsen (2000), Furubotn e Richer (2000), Hart (1996), Milgrom e Roberts (1996) e Williamson e Winter (1993).

Durante a expansão do modelo neoclássico sobre a teoria da firma, uma abordagem diferenciada foi desenvolvida e denominada de economia do custo de transação, iniciada em 1937 por Coase, por meio do artigo "*Nature of The Firm*". Essa abordagem investiga a existência das firmas a partir dos custos de refletir, planejar e contratar que acompanhava qualquer transação (HART, 1996).

O trabalho de Coase (1937) é a confirmação de que a existência de um custo para se usar o método de preços no mercado é a principal razão para estabelecer uma firma, sendo que o custo mais evidente de se organizar a produção por meio do mecanismo de preço é o custo de se descobrir quais são relevantes (COASE, 1937).

Diante da constatação de Coase de que o mercado não opera sem custos, e que o custo de usar o mercado é sua explicação básica para a existência das firmas, Alchian e Demsetz (1972) também defendem que, quanto menor o custo de gerenciar, maior será a vantagem competitiva em se organizar os recursos dentro da firma.

Müssnich (1979) identifica o primeiro estágio do desenvolvimento da corporação moderna com o empresário, seu próprio fundador, que detinha o poder de decisão em todos os assuntos empresariais. O segundo estágio está associado ao advento dos administradores profissionais que, com um conhecimento mais especializado da firma, passaram a assumir gradativamente funções diretivas e a adquirir poder de decisão, que estava antes sob a responsabilidade dos empresários. Estes administradores conquistaram poder, não em função da propriedade do capital, mas pelo seu conhecimento técnico especializado e passaram a ocupar uma posição necessária para a sobrevivência da firma, dado a evolução e competição de mercado. A partir de então, o rápido crescimento das corporações modernas levou também ao aumento do número de investidores, cuja maior preocupação era o retorno do capital investido, seja via dividendos, seja por meio da valorização das ações (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

Em um segundo momento, ao encontrar barreiras financeiras que impediam seu crescimento, as corporações se viram obrigadas a abrir seu capital, diluindo a sua propriedade entre grande número de acionistas, o que teve como consequência a separação da propriedade e do controle. Foi a partir dessa separação que surgiram os conflitos de interesses, quando o poder decisório migrou do empreendedor-proprietário para os administradores (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

O crescimento da firma sob o ponto de vista estratégico pode ser classificado em duas esferas, ou seja, crescimento intensivo e crescimento integrativo/conglomerativo (GAJ, 1990). O crescimento intensivo pode ser por meio de penetração no mercado, desenvolvimento de novos produtos, desenvolvimento de mercado e diversificação.

No crescimento integrativo, encontram-se as estratégias de integração para frente, que também é chamada de integração para baixo (*downstream* ou *forward*) e de integração para trás, conhecida também como integração para cima (*upstream* ou *backward*) (GARCEZ, 2006).

2.2.1 As Economias de Tamanho e as Economias de Crescimento

Segundo Penrose (1959), existe diferença entre economia de tamanho e economia de crescimento, pois o tamanho da firma é um estado no qual ela se encontra, enquanto o crescimento é processo.

Economias de tamanho se mostram quando uma firma de maior porte, em relação ao seu tamanho, pode não somente produzir e vender bens e serviços de forma mais eficiente do que firmas menores, mas também introduzir mais eficientemente maiores quantidades ou produtos novos (PENROSE, 1959).

No contexto das discussões sobre as economias de tamanho, as chamadas economias de “tecnologias”, provêm da produção de grandes quantidades de determinados produtos. Normalmente são diferenciadas das economias “administrativas e financeiras” derivadas de uma divisão mais eficiente do trabalho administrativo e redução de custos quando compras, vendas e transações financeiras são feitas em larga escala. Sob esse ponto de vista, o tamanho da firma em relação às economias administrativas, financeiras e tecnológicas é independente, mas se relaciona com a organização do estabelecimento (PENROSE, 1959).

A hipótese de que firmas têm um contínuo estímulo para expandir-se, não levando em consideração seus tamanhos absolutos contrasta com a noção de um tamanho ótimo para elas. Há argumentos que dizem que a expansão das firmas se baseia nas oportunidades que elas têm de usarem mais eficientemente os recursos internos que dispõem (PENROSE, 1959). Essa exploração dos recursos internos pode assumir as situações de: (a) desenvolvimento interno básico, quando tanto as tecnologias como os mercados já estiverem presentes nos negócios atuais; (b) desenvolvimento interno de mercado, quando houver a presença de novo mercado no novo negócio; e (c) desenvolvimento interno de produtos, quando houver a presença de nova tecnologia ou novo produto no novo negócio (GARCEZ, 2006).

Com o aumento do tamanho das firmas, a princípio os gerentes proprietários passaram a exercer uma maior quantidade de atividades e a ter maior poder sob seu controle. O tamanho da firma era determinado pelos custos de transação e pela capacidade gerencial, na medida em que quanto maior a capacidade gerencial, maior o número de transações que poderiam incorporar-se à firma (COASE, 1937).

Levando em consideração que o surgimento da firma se deve à existência de custos para se realizar as transações no mercado, certifica-se também que toda a produção não pode

ser dirigida por uma única grande firma, pois na medida em que ela se torna maior, logicamente são maiores os custos para organizar internamente as transações adicionais e, conseqüentemente, menor será o retorno alcançado na função do gestor (COASE, 1937).

Segundo Coase (1937), os fatores que levam ao aumento do tamanho da firma são: 1) menores custos de organização e baixo crescimento desses, com aumento nas transações organizadas; 2) menor possibilidade de o empreendedor cometer erros com uma maior quantidade de transações organizadas e 3) a redução no preço de fornecimento dos fatores de produção para firmas de portes maiores.

As economias de crescimento estão relacionadas com as economias internas à disposição da firma, que têm como objetivo tornar sua expansão lucrativa. Uma firma pode achar lucrativo expandir-se mesmo se, depois da expansão, ela não tiver vantagens além das que teriam sido acrescentadas a qualquer outra, maior ou menor dotada de serviços produtivos equivalentes naquele momento (PENROSE, 1959).

Segundo Penrose (1959), isso ocorre porque uma das características das economias de crescimento é a dependência de determinados recursos produtivos possuídos por cada firma específica, e também do aproveitamento das oportunidades proporcionadas pelos recursos não terem maiores relações com o tamanho da firma.

As economias de crescimento são transitórias, somente disponíveis na expansão, e quando esta se conclui, elas desaparecem. Tirando vantagem das economias internas de crescimento, as empresas podem passar a produzir novos produtos, em muitos casos fundando novas ramificações de atividades; elas podem ainda construir ou adquirir estabelecimentos em novas áreas geográficas tanto no país como no exterior (PENROSE, 1959; MONTEVERDE e TEECE, 1982).

Uma vez que a expansão tenha se completado, a justificativa original pode ter desaparecido por completo na medida em que novas oportunidades de crescimento vão aparecendo e sendo aproveitadas.

Sendo assim, formulou-se a seguinte hipótese:

H₆ : O tamanho das vendas é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

2.3 TEORIA DO CUSTO DE TRANSAÇÃO NO TAMANHO DA FIRMA

De acordo com a perspectiva econômica, Coase (1937) afirma que o mercado tem vários compradores e fornecedores, onde preços são suficientes para prestar informações necessárias sobre um produto ou serviço, o que não condiz com a realidade das firmas no mundo real (ZYLBERSZTAJN, 2005). Sob esse ponto de vista busca-se entender porque a firma existe e qual é o seu escopo, sua abrangência e seus limites em relação ao tamanho e formas de crescimento (COASE, 1937). O autor busca identificar as razões que evidenciem porque determinados recursos podem ser adquiridos e outros são produzidos ou desenvolvidos nos limites da firma.

As transações realizadas no mercado provocam custos e a formação de uma organização administrada por um gestor que coordene a utilização dos recursos faz com que se minimizem estes mesmos custos (COASE, 1937).

A lucratividade no estabelecimento de uma firma é explicada pela existência de custos pelo uso do mecanismo de preço (ganho de recursos no mercado). Para Coase (1937) ainda devem ser levados em consideração os de negociação, ou seja, operações de Aquisições - A.

Para o questionamento de Coase (1937) da existência de custos do uso do mecanismo de preços da razão pela qual existem transações de mercado, a resposta está nos limites ao crescimento das firmas.

Com o este crescimento, podem haver retornos decrescentes, porque há um ponto no qual o custo de organizar uma transação dentro da firma é igual ao custo da transação no mercado. E também, com o crescimento das firmas e o aumento de funções e de transações internas o gestor pode não fazer o melhor uso dos fatores de produção ou capacidades. Dessa forma há um ponto no qual o custo do desperdício dos recursos é igual ao custo da transação no mercado (COASE, 1937).

Williamson (1985 e 1996) contribui para a ampliação do pensamento de Coase (1937) e para transformá-lo em um conjunto teórico coerente, tomando a transação como unidade de análise, conferindo grandezas às transações, de forma que as dificuldades de observação e mensuração dos custos das transações fossem subjugadas.

Originalmente Coase (1937) propôs a operacionalização da noção de custos de transação, permitindo assim uma análise das circunstâncias dos movimentos de integração vertical da firma.

A integração vertical acontece quando os processos de produção, em diferentes estágios, ou seja, do insumo até a venda final ao consumidor podem ser produzidos distintamente por várias firmas e passam a ser produzidos por uma única firma. A integração vertical pode acontecer entre dois ou mais processos de produção, onde o produto de um processo é o insumo para outro subsequente. O estágio que produz o insumo para o posterior é chamado de processo *upstream* e aquele que utiliza o insumo do processo adjacente anterior se denomina *downstream* (PERRY, 1989).

Segundo Perry (1989), uma firma pode ser retratada como verticalmente integrada se ela envolve essencialmente dois processos de produção em que 1) a produção total do processo *upstream* é empregada em parte ou totalmente como a quantidade de um insumo intermediário dentro do processo *downstream* ou 2) quando a quantidade total de um único insumo intermediário que é utilizado em um processo *downstream* é obtida, em parte ou totalmente, da produção do processo *upstream*. A integração vertical pode ser realizada de forma parcial, e isto acontece quando uma parte da produção do processo *upstream* é vendida para outros compradores e a outra parcela do insumo intermediário necessário ao processo *downstream* é comprada de outros fornecedores (PERRY, 1989).

Grosman e Hart (1986) argumentam que a integração vertical é a propriedade e o completo controle sobre os ativos, e que a natureza da relação da firma com o trabalhador não é relevante para definir integração vertical. Já Williamson (1975) e Cheung (1983) têm enfatizado a relação com o trabalho na discussão sobre integração vertical. Para eles, ela assume a mudança da compra de insumo pela sua produção por meio da contratação de trabalhadores.

O fator capital não é suficiente para definir integração vertical, uma vez que o arrendamento do capital pode significar o controle sobre a produção, mas não a sua propriedade. No entanto, nenhuma destas visões antecipa uma descrição da integração vertical. Integração vertical é o controle sobre o processo integral de produção e de distribuição, mais que o controle sobre qualquer insumo em específico no interior de cada processo (WILLIAMSON, 1975; CHEUNG, 1983).

Significa, ainda, a exclusão das trocas contratuais ou de mercado e sua substituição pela permuta interna dentro dos limites da firma. É também um instrumento de propriedade e de total controle sobre estágios vizinhos de produção ou distribuição. De modo específico, a firma verticalmente integrada tem uma completa flexibilidade de tomar as decisões sobre o investimento, o emprego, a produção e a distribuição de todos os estágios que a firma possui (PERRY, 1989).

Blois (1972) descreve outro tipo de relação entre firmas denominada como *quase integração vertical*, e é definida como uma relação financeira entre firmas em estágios vizinhos de produção, onde o relacionamento não precisa envolver o controle sobre as decisões de produção e distribuição.

2.3.1 A Economia dos Custos de Transação e suas dimensões

A economia dos custos de transação se preocupa em responder questões como: Por que há tantas formas de organização econômica? Estas diferentes formas de organização econômica atendem a que propósito? Se existem claras diferenças entre os mercados de trabalho, de capital, de bens intermediários, de gestão corporativa, de regulação e de organização familiar, é possível que uma teoria dos contratos relacione todos estes aspectos? Em que características fundamentais com respeito aos fatores humanos, à tecnologia e aos processos produtivos esta teoria está baseada? (SOLOW, 1985).

Segundo Solow (1985), o objetivo da economia dos custos de transação é organizar as inconclusas percepções sobre a economia, para ver as conexões que não se é capaz de captar, e para fazer julgamentos quantitativos sobre as consequências de políticas econômicas e outros eventos exógenos. Sob esse ponto de vista, a transação é a unidade de análise microanalítica e a firma é descrita como uma *governance structure* (estrutura de gestão), onde o que importa é a estrutura interna, os incentivos e os mecanismos de controle mais do que a função de produção.

A teoria dos custos de transação aborda o problema da organização, neste estudo com o constructo de forma de crescimento, como sendo um problema contratual, onde a firma é vista como um complexo de contratos, que podem ser explícitos ou implícitos, e onde ambos estão sujeitos aos custos de transação, que podem ser classificados como *ex-ante* e *ex-post* (WILLIANSO, 1985).

Os custos de transação *ex-ante* são aqueles que ocorrem antes da transação ser efetivada, e os custos de transação *ex-post* estão ligados à efetivação e à continuação da transação (KREPS, 1990). Os custos de transação *ex-post* se dividem em: a) custos de má adaptação, quando as transações ou suas especificações mudam em determinado momento;

b) custos de adaptação para corrigir as especificações de um contrato; c) custos associados com as estruturas de governança; d) os custos de monitoramento (WILLIANSO, 1985).

Coase (1972) discute que custos internos de organização são propensos a serem mais altos quando existe dissimilaridade entre as atividades da transação e da firma, porque a falta de um precedente dentro da firma cria maiores demandas na estrutura da organização. Por outro lado, quanto maior o nível de diversificação prévia, maior a probabilidade de existência de atributos comuns com as atividades de transação, e assim maior a probabilidade de integrar as atividades após o fato (VILLALONGA e McGAHAN 2005).

As principais dimensões nas quais a Economia dos Custos de Transação diferem são: a frequência (*frequency*) com que eles se repetem, a incerteza (*incertaly*) a que eles são sujeitos e a especificidade dos ativos (*asset specificity*), tida como a mais importante no estudo que apoia a Economia dos Custos de Transação (WILLIANSO, 1985).

Frequência: para Williamson (1985), os custos de uma estrutura de governança serão recuperáveis de forma mais rápida se as transações possuírem maior frequência, ou seja, forem correntes. Para Farina, Azevedo e Saes (1997), a frequência de uma mesma espécie de transação é um dos elementos relevantes para a escolha da estrutura de governança.

Existem dois aspectos relevantes da dimensão de frequência: quanto maior ela for, maior a diluição dos custos de escolha de uma estrutura de governança complexa; e conforme o seu aumento, surge a possibilidade de construção de reputação por parte dos agentes envolvidos na transação (FARINA, AZEVEDO e SAES, 1997).

Incerteza: operacionalizar transações em termos líquidos e certos é mais simples do que efetuar transações em ambiente de incerteza, e as perturbações nas transações diferem nas suas capacidades adaptativas (WILLIANSO, 1985; FARINA, AZEVEDO e SAES, 1997).

Existem duas formas para ocorrer a incerteza: uma quando a distribuição de probabilidade de distúrbios permanece sem ocorrer alteração, e mesmo assim verifica-se um maior número de distúrbios, e a outra quanto ao aumento da importância dos distúrbios, ocorridos por uma aumento da variância (WILLIANSO, 1985; FARINA, AZEVEDO e SAES, 1997; NORTH,1990).

Especificidade de Ativos: os ativos específicos são aqueles que não podem ser reutilizados ou reempregados, exceto ocorrendo perda de valor; já os ativos não específicos podem ser reempregados sem essa complexidade (WILLIANSO, 1985; FARINA, AZEVEDO e SAES, 1997).

Segundo Williamson (1985), a especificidade de ativos é um conceito intertemporal, que em outras palavras, quer dizer que depende da continuidade da transação, e que quanto maior for a especificidade dos ativos, maiores serão os riscos de adaptação e os custos de transação. Sob esse ponto de vista são evidenciados seis tipos diferentes de especificidade de ativos: 1) Especificidade locacional: a existência de proximidade geográfica de firmas de uma mesma cadeia produtiva reduz os custos; 2) Especificidade de ativos físicos: ativos físicos não poderão ser facilmente reempregados; 3) Especificidade de ativos humanos: toda a forma de ativo humano é específica a uma determinada atividade; 4) Ativos dedicados: ativos ou investimentos dependentes de uma transação realizada com um agente em particular; 5) Especificidade de marca: materialização à marca de uma firma, de capital não físico e não humano que sejam relevantes; 6) Especificidade temporal: o valor da transação depende sobremaneira do tempo em que ela é processada (WILLIAMSON, 1985; FARINA, AZEVEDO e SAES, 1997; DYER, 1997).

As especificidades dos ativos têm relação com a integração vertical, pois se constituem como o principal fator para a sua decisão. À medida que as especificidades dos ativos aumentam, maior é o incentivo para a integração vertical. Se a especificidade dos ativos é fraca, a troca contratual é preferível; quando a especificidade do ativo é forte, a integração vertical é a mais indicada (WILLIAMSON, 1985).

A integração vertical pode surgir em várias maneiras: formação vertical; expansão vertical e Fusão e Aquisição vertical. Existem três tipos de determinantes para o processo de integração vertical: tecnológico, imperfeição nos mercados e economia nos custos de transação.

Na linha proposta por Simon (1959), torna-se praticamente impossível um pré-estabelecimento de uma gama de ações eventuais na esfera de qualquer relação contratual. Para se regular os eventos futuros, poderá se utilizar mecanismos *ex post*. Para Williamson (1996), os custos de transação surgem como consequência de eventos institucionais, tais como o desenvolvimento tecnológico, as estruturas de mercado, as normas e as legislações. Ou seja, a capacidade da firma lidar com estes fatores será determinante para a minimização de seus custos de transação.

A teoria de custo de transação estipula que uma firma escolhe adquirir ativos quando os custos de progresso na condução dos negócios no mercado estão mais altos que os custos das atividades organizacionais dentro da firma (COASE, 1937; WILLIAMSON, 1975, 1985). Testes empíricos usam uma das duas *proxies* para altos custos e mercado: a incerteza no mercado ou o grau de especificidade do ativo. Essa teoria tem sido validada

empiricamente como relevante às amplitudes dos limites de transações (VILLALONGA e McGAHAN, 2005).

Markides e Williamson (1996) defendem que uma empresa adquirente apenas poderá se beneficiar de uma aquisição se a empresa mãe tem uma estrutura organizacional mais eficiente, caso perceba os benefícios da partilha, de competências e transferência como modos alternativos de transação.

Hennart e Park (1993) argumentam que várias firmas ou corporações preferem aquisições porque elas possuem um sofisticado sistema de controle de governo que pode ser explorado por meio de aquisições estrangeiras, desta maneira fornecendo uma eficiência organizacional.

Com base nesses argumentos, foi construída a seguinte hipótese:

H₇ : O tamanho da firma é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

2.4 TEORIA DA RESOURCE-BASED VIEW

A origem da *Resource-Based View* - RBV , segundo Barney e Arikan (2001), originou-se partindo do pressuposto de quatro fontes básicas: a) Competências distintas das firmas, b) teorias Ricardianas, c) teorias Penrosianas e d) implicações econômicas de políticas antitrustes.

Conforme a perspectiva de *competências distintas das firmas*, as empresas possuíam gerentes com qualidades diferenciadas, ou seja, alta qualidade e baixa qualidade. O reflexo dessas qualidades refletia no seu desempenho, onde os de alta qualidade apresentavam um desempenho superior enquanto que aqueles de baixa qualidade apresentavam um desempenho inferior. Isso, conforme a perspectiva de competências distintas das firmas, auferia uma valorização de gerentes condicionada à sua qualidade.

Na perspectiva da *Teoria Ricardiana*, a qual é contrária à perspectiva de competências distintas das firmas, os gerentes não tinham nenhuma influência no desempenho das mesmas. Barney e Arikan (2001) afirmam que essa teoria tem duas

fragilidades: a) a demanda pelos produtos das empresas pode declinar e b) as empresas podem reduzir custos ou aumentar a produtividade, criando diferença nos ganhos.

Segundo Barney e Arikan (2001), as *Teorias Penrosianas* contribuem para a fundamentação teórica da RBV na medida em que Penrose (1959) analisou o crescimento da firma, levando em consideração tanto os condicionantes, quanto os limites de crescimento. Com essa perspectiva, o foco volta para os gerentes, que tinham atribuição de gerenciar as firmas com expectativa de explorar os recursos produtivos possuídos pelas firmas, proporcionando heterogeneidade a elas (BARNEY E ARIKAN, 2001).

A outra fundamentação da RBV, segundo Barney e Arikan (2001), são *Implicações econômicas de políticas antitrustes*, que à luz da economia tradicional, o bem estar de uma sociedade é maximizado à medida que os mercados são perfeitamente competitivos.

A premissa da RBV direcionou a questão da razão pela qual diferentes empresas mantêm vantagem competitiva utilizando seus recursos. Essas ideias não são tão novas, pois o assunto já era tratado por Selznick (1957), por Chandler (1962), e por Andrews (1971).

Penrose (1959) deu início ao pensamento e visão sobre as organizações como um conjunto de recursos fundamentados em duas suposições básicas. Uma primeira, de heterogeneidade de recursos, onde a empresa é vista como um conjunto de recursos próprios e individuais com características específicas para cada organização e uma segunda, baseada na imobilidade de recursos. Assume ainda que alguns recursos são muito caros de se copiar ou que possuem oferta inelástica (BARNEY, 2002), gerando assim, vantagens competitivas para as empresas.

Wernerfelt (1984) chama a atenção para os recursos caracterizados como idiossincráticos das organizações e que, se explorados de forma eficaz e eficiente, criam vantagens competitivas por meio de estratégias. Várias teorias estratégicas buscam apresentar algum tipo de relação entre os *ambientes internos* e o *ambiente externo* da organização, com finalidade de estabelecer vantagem competitiva e melhorar o desempenho.

Para Peteraf (1993), Prahalad e Hamel (1990) e Wernerfelt (1984), a *Resource-based view* é apresentada como uma abordagem em que os recursos da organização são considerados os responsáveis pela *performance* da empresa. Sob esse ponto de vista os recursos da mesma, conduzidos em conjunto com a sua estratégia, formam um conjunto idiossincrático dos mesmos para estabelecer a competitividade da empresa. Sendo assim Barney (2002) afirma que esse conjunto de recursos diferenciados que a empresa possui são considerados como estratégia segundo a *Resource-based view*, que define os objetivos e metas de longo prazo, com alocação dos recursos para atingi-los.

Barney (1991) apresenta uma estrutura mais concreta e compreensiva para identificar as características que os recursos devem ter para gerar vantagem competitiva, partindo do pressuposto de que os recursos estratégicos são distribuídos de forma heterogênea entre as empresas ao longo do tempo. Essa estrutura é composta pelos recursos: a) valor, b) raridade dos recursos, c) inimitabilidade e d) impossibilidade de substituição (BARNEY, 1991).

Esta abordagem tem suas raízes nos estudos de Penrose (1959) e Selznick (1957) e, em sua forma moderna, tem sido objeto dos estudos de autores como Rumelt (1984), Wenerfelt (1984), Dierickx e Cool (1989), Grant (1991) Mahoney e Pandian (1992), Amit e Schoemaker (1993), Peteraf (1993) e Teece, Pisano e Shuen (1997). Estes autores adotaram o posicionamento de Barney e o expandiram para incluir a durabilidade dos recursos, a não apropriação e a natureza idiossincrática dos recursos.

Entretanto, alguns autores criticam principalmente a obra de Barney (1991), ora apoiando a visão dos recursos e seu papel estratégico, ora desqualificando os aspectos de heterogeneidade e imobilidade dos recursos (PRIEM e BUTLER, 2001). Uma das mais completas críticas à RBV é apresentada por Priem e Butler (2001) e questiona fortemente a compreensão de que essa perspectiva possa ser considerada como uma teoria. Julgam os autores que tal perspectiva, muito embora não possa ser reputada à moda, como Abrahamson (1996) previu de forma prematura, prescinde de alguns fatores para que possa ser considerada uma teoria, já que os autores designam-na como “potencial teoria”.

Priem e Butler (2001) alegam que Barney (1991) não leva em consideração a influência de causas que possam provir do ambiente mercadológico e que venham ocasionar interferências na valoração dos recursos.

Para Barney e Clark (2007), uma visão geral das principais pesquisas empíricas sobre a teoria com base em recursos, demonstra que são conduzidas por estudiosos dentro da gestão estratégica e outras disciplinas relacionadas à gestão. Em conjunto, esses estudos fornecem impressionante e abrangente corpo de evidências empíricas de que existe uma Teoria Baseada em Recursos (RBT).

2.4.1 Recursos Tangíveis e Intangíveis na perspectiva da RBV

Como um dos pioneiros da teoria da RBV, Wernerfelt (1984) direciona para algumas questões, fundamentadas na visão de Pensore (1959): a) em qual dos seus recursos a firma deve buscar diversificação; b) quais recursos deveriam ser desenvolvidos por meio da diversificação; c) em qual sequência e em quais mercados a diversificação deve ocorrer e d) quais tipos de firmas seriam alvo de possíveis aquisições (WERNERFELT, 1984).

Cada firma que atua no mercado pode ser vista como uma coletânea de recursos onde a forma de utilização depende da compreensão e do ponto de vista estratégico de seus gestores. Se esses recursos são de alguns modos raros, escassos, especializados ou complementares, eles podem ser utilizados como fontes de vantagem competitiva, conduzindo as empresas que os utilizam a um desempenho superior. Este é o princípio central da Visão da Firma Baseada em Recursos.

Assim, a *Resource-Based View* oferece previsões de escolha de limites baseadas não somente nos recursos de firma focada, mas também nas firmas alvo. A focada diversifica-se, expande-se, não somente na busca de oportunidades para explorar seus recursos e capacidades (PENROSE, 1959), mas também na busca de novos recursos que possam complementar sua base existente (CHATTERJEE, 1990).

Tem-se como definição de recurso qualquer coisa dentro da firma, como uma potencialidade ou fragilidade, ou seja, seus recursos, em determinado momento, podem ser definidos como ativos tangíveis ou intangíveis vinculados à empresa (WERNERFELT, 1984).

Conforme Grant (1991), recursos são entradas para implementação dos processos produtivos, considerando-se unidades básicas de análise e que abrangem: bens de capital, habilidades dos empregados, patentes, marcas, capital financeiro.

Wilk (2000), fazendo uma releitura do conceito de recurso proposto por Grant, apresenta outra classificação, considerando a existências de *recursos tangíveis*, que podem ser observados e avaliados de forma clara e dos *recursos intangíveis*, que não são assim observados e quantificados.

Os recursos intangíveis são pontuados pela *Resource-Based View* como os principais estimuladores da sustentação das diferenças entre os desempenhos das empresas. Diferentes estudos relacionados à literatura sobre RBV têm empregado termos diferentes para se

referirem a estes recursos, tais como *capacidades*, *competências essenciais* ou *conhecimento* (VILLALONGA, 2004).

Para Balakrishnan e Fox (1993), os investimentos em ativos intangíveis contribuem para variações na alavancagem da firma. Afirmam ainda que se tal relacionamento fosse encontrado, indicaria que a estratégia, que pode ter efeito no nível de recursos intangíveis em uma firma, pode ajudar determinar a sua estrutura de capital em relação a tamanho.

As aquisições alavancadas tendem a ocorrer em firmas com recursos não especializados e por baixas oportunidades de investimentos, pois causa baixos custos de governança da dívida, sendo a forma preferida de financiamento (KOCHHAR, 1996).

Para que um ativo intangível possa ser aceito como tal, necessita de algumas características, tais como: Identidade específica e descrição reconhecível; existência e proteção legal; direito de propriedade privada; evidência tangível ou manifestação de sua existência e ser criado ou eliminado a partir de um momento ou evento identificável (REILLY e SCHWEIHS, 1998).

Entretanto, diversas proposições para uma taxonomia para ativos intangíveis têm sido discutidas ao longo do tempo, partindo-se de Panton e Panton (1952) e mais recentemente, passando por Martins (1970), Lev (1980), Sveiby (1997), Reilly e Schweigs (1998), Stewart (1999), Sullivan (2000), e Kayo (2002), conforme apresentado de forma simplificada na Figura 3.

1970	1980	1997	1998	1999	2000	2002
ELISEU MARTINS	LEV	SVEIBY	REILLY SCHUWEIHS	STEWART	SULLIVAN	KAYO
ATIVOS FUTUROS	RECURSOS HUMANOS	COMPETÊNCIA EMPREGADOS	CAPITAL HUMANO	CAPITAL HUMANO	CAPITAL HUMANO	ATIVOS HUMANOS
GOODWIL - FUTUROS RESULTADOS	INOVAÇÃO	ESTRUTURA INTERNA	PROCESSAMENTO DADOS	CAPITAL ESTRUTURAL	CAPITAL INTELLECTUAL	ATIVOS DE INOVAÇÃO
			ENGENHARIA			LOCALIZAÇÃO
	DESENHOS ORGANIZACIONAIS SINGULARES	ESTRUTURA EXTERNA	MARKETING	CAPITAL DO CLIENTE		ATIVOS DE RELACIONA- MENTO
			CLIENTES			DIR. AUTORAIS

Figura 3 – Resumo da taxonomia dos ativos intangíveis

Fonte: Adaptado de Kayo (2002)

Ativos intangíveis possuem importantes características, tais como: *Não rivalidade*, onde os ativos intangíveis têm capacidade de serem utilizados simultaneamente e de diferentes formas e *Capacidade de escala*: os ativos intangíveis podem ser alavancados para explorar economias de escala, sendo limitados somente pelo tamanho do mercado, não existindo limitações físicas para sua utilização (LEV, 2001).

Diante desses argumentos, testa-se a seguinte hipótese.

H₈ : A intangibilidade dos ativos da investidora é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 O MÉTODO E O MODELO DE PESQUISA

Para responder o problema de pesquisa proposto nesta tese utilizou-se como método de pesquisa: *Quanto aos objetivos*, o método desenvolvido foi o descritivo e o explicativo; *Quanto aos procedimentos*, a pesquisa foi documental; e *Quanto a abordagem do problema*, foi quantitativa.

Para satisfazer ao caráter explicativo desta pesquisa, buscou-se embasamento no modelo teórico de temas significativos para o estudo. Considerou-se como modelo fundamental para esta pesquisa, o estudo relacionado com o crescimento orgânico e o crescimento inorgânico.

Para que os objetivos da pesquisa fossem alcançados e possibilitasse a validação dos resultados, se fez necessário a formação dos modelos seguindo um padrão ordenado, ligando modelos teóricos a modelos operacionais (MAZZON, 1978).

Conforme o modelo proposto por Mazzon (1978) e adaptado por Kayo (2002), propôs-se para este estudo o modelo evidenciado pela Figura 4.

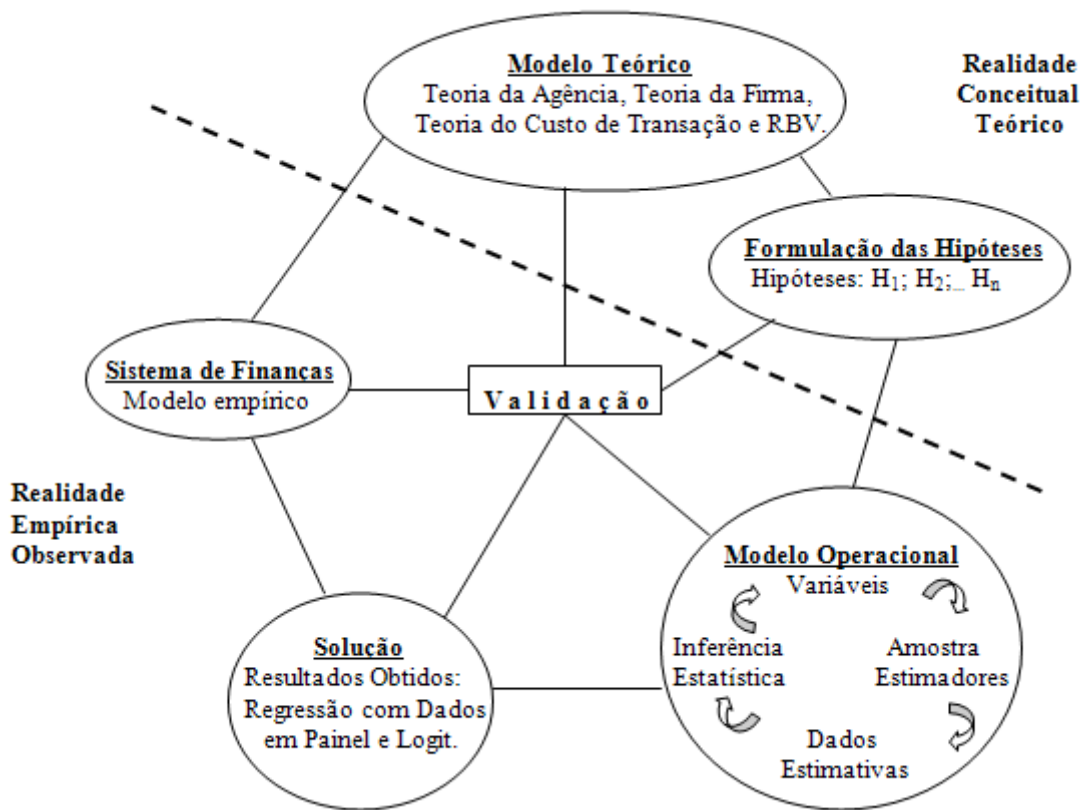


Figura 4 – Validação do modelo de pesquisa

Fonte: Adaptado de Kayo (2002, p.57)

O objetivo da construção da Figura 4 é evidenciar a integração entre a realidade conceitual teórica e a realidade empírica observada, demonstrando de que forma será operacionalizada a solução do problema proposto pela pesquisa.

A realidade conceitual teórica, ou seja, no modelo teórico, foram consideradas essencialmente, as Teorias da Agência, Teoria do Crescimento da Firma, Teoria do Custo de Transação, e *Resource-Based View - RBV* que foram tratadas com maior profundidade no Capítulo 2, que se refere essencialmente à Fundamentação Teórica.

No modelo operacional, foram apresentadas as variáveis e o tratamento estatístico que servirão para fazer a ligação entre o modelo teórico e o modelo empírico da pesquisa.

3.1.1 Levantamento dos Dados

A população da pesquisa é composta pelas empresas brasileiras do setor industrial de capital aberto que possuem ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), cujas informações econômico-financeiras estejam contidas na fonte de dados secundária “Economática” no período de 1995 a 2008. Sendo o foco do trabalho nas indústrias, excluíram-se da amostra todas as empresas comerciais, instituições financeiras e empresas de serviços listadas na Bolsa.

O banco de dados das indústrias brasileiras que operam na BOVESPA é constituído de 151 empresas; entretanto, como o objetivo desta tese foi estudar os fatores que influenciam na estratégia de escolha da forma de crescimento dessas empresas, entre crescimento orgânico ou crescimento inorgânico, foram selecionadas para este estudo somente as indústrias que tiveram anúncio de pelo menos uma das formas de investimento em crescimento, totalizando 93 indústrias.

Destas, coletaram-se dados referentes ao período de 1995 a 2008 para calcular as 8 variáveis independentes, totalizando 830 observações.

Os anúncios dos planos de investimentos das indústrias foram extraídos do Economática no período de 1.º de janeiro de 1995 a 31 de dezembro de 2008, na base de dados “*Fatos Relevantes*”.

Os Fatos Relevantes são normatizados pela Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, e alterados pela Instrução CVM nº 449, de 15 de março de 2007. Depois de selecionadas as indústrias brasileiras que operam na BOVESPA, foram pesquisados todos os anúncios com propósito específico de verificar se atendiam a intenção desta tese, conforme exemplificado abaixo:

Em 13/11/2002, anúncio de Crescimento Orgânico:

*“A São Paulo Alpargatas fechou ontem com a International Finance Corporation (IFC - sigla em inglês do braço financeiro do Banco Mundial) um empréstimo de US\$ 30 milhões com prazo total de dez anos. Segundo fato relevante publicado ontem pela empresa na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os recursos serão usados para **modernizar os processos de produção, expandir a capacidade produtiva e também para aquisição de equipamentos.** Essas ações fazem parte do programa de investimentos da Alpargatas do período de 2001 a 2004. O contrato assinado com a IFC prevê um prazo de carência de três*

anos para o pagamento da primeira parcela. As amortizações são semestrais”.

Em 11/10/2007, anúncio de Crescimento Inorgânico:

“A São Paulo Alpargatas S.A. (ALPA3 e ALPA4) empresa de capital aberto há 93 anos e integrante do Nível I de Governança Corporativa, uma empresa do grupo Camargo Correa, comunicou hoje a Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa e a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que assinou um contrato com a Newbridge Latin América LP, Longbar Argentina LLC, Columbia/HCA Master Retirement Trust, OCM Opportunities Fund II L.P. e outros acionistas, **para aquisição** de 34,5% do capital social da empresa Argentina Alpargatas S.A.I.C., pelo valor de US\$ 51,7 milhões.

Com esta transação a São Paulo Alpargatas dá mais um passo importante na sua estratégia de internacionalização, reforçando nossa liderança no setor de calçados na América Latina. A aquisição da maior empresa de calçados e têxtil da Argentina trará ganhos de escala e valorização das marcas esportivas, aumentando ainda mais a rentabilidade de nossos negócios”, comentou Marcio Utsch, Diretor Presidente da São Paulo Alpargatas.”

Evidências empíricas demonstram a utilização de “Anúncios” em trabalhos científicos, conforme Quadro 2:

Quadro 2 – Utilização de anúncios em estudos financeiros

Pesquisadores / Ano	Evidências pelos Anúncios
Sepe e Statman (1989) Blackwell, Marr e Spivey (1990) Gombola e Statman (1992)	Analisaram os anúncios de abandono de projetos de investimentos disponibilizados pelas empresas e seu impacto no valor das ações.
Chan, Kensinger e Martin (1990) Tsetsekos e Zantout (1994)	Investigaram o efeito dos anúncios de investimento em pesquisa e desenvolvimento pelas empresas.
Chan, Gau e Wang (1995)	Analisaram o impacto dos anúncios de realocação de investimentos no valor de mercado das empresas.
Blose e Shieh (1997) Chung, Wright e Charoenwong (1998)	Analisaram o impacto dos anúncios de dispêndios de capital das empresas no valor de mercado das ações.
Szewczyk, Tsetsekos e Zantout (1996) Chen e Ho (1997)	Utilizaram o anúncio de dispêndio de capital testando a hipótese do fluxo de caixa livre.

Fonte: Adaptado de Lucchesi e Fama (2007)

Na Tabela 1 são evidenciadas as empresas pertencentes à amostra deste estudo, com suas respectivas operações e quantidade de anúncios, conforme segue:

Tabela 1 – Empresas com pelo menos um dos tipos de operações

Nome da firma	Cresc. Orgânico	Aquisição	Total
Acos Vill	4	0	4
Aliperti	1	0	1
Alpargatas	8	2	10
Ambev	2	0	2
Aracruz	7	2	9
Bic Monark	1	0	1
Bombril	0	1	1
Botucatu	4	0	4
Braskem	9	2	11
Buettner	4	0	4
Cacique	2	0	2
Cambuci	1	0	1
Cedro	2	0	2
Celul Irani	3	0	3
Cemar	2	0	2
Chiarelli	1	0	1
Coteminas	3	0	3
Cosan	0	5	5
Cremer	0	1	1
Dasa	0	12	12
DHB	2	1	3
Dixie Toga	3	2	5
Duratex	4	1	5
Ecodiesel	1	0	1
Elekeiroz	1	0	1
Estrela	1	0	1
Eternit	1	1	2
Eucatex	1	0	1
Fer Hering	0	1	1
Ferbasa	1	0	1
Forjas Taurus	0	1	1
Fosfertil	5	0	5
Fras-Le	2	1	3
Gerdau	2	0	2
Gerdau Met.	4	0	4
Gradiente	3	1	4
Grendene	2	0	2
Guararapes	2	0	2
Hypermarcas	0	3	3
Iguaçu Café	3	0	3
Ind. Romi	0	3	3
Iochnp-Maxion	1	0	1
Itautec	2	0	2

Continua

Tabela 1 – Empresas com pelo menos um dos tipos de operações (cont....)

J.B.S.	0	1	1
Josapar	1	0	1
Karsten	1	1	2
Kepler Weber	1	1	2
Klabin	6	1	7
Lupatech	0	5	5
M.G. Poliest	2	0	2
Mangels	5	0	5
Marcopolo	1	0	1
Marfrig	1	2	3
Marisol	4	1	5
Metal Leve	1	2	3
Metalfrio	0	1	1
Metisa	1	0	1
Millennium	1	0	1
Minerva	1	2	3
Minupar	2	0	2
Mundial	1	1	2
Nadir	0	1	1
Tecel S. Jose	1	0	1
Petroquimica União	2	0	2
Pettenati	1	0	1
Plascar Part	2	0	2
Portobello	2	0	2
Positivo Inf.	1	1	2
Pro Metalurgica	1	0	1
Quator Petr.	1	0	1
Rimet	1	0	1
Sadia	3	4	7
San Martinho	0	1	1
Santanense	0	1	1
Satipel	2	0	2
Schlosser	1	0	1
Schulz	2	0	2
Souza Cruz	7	0	7
Springer	0	1	1
Suzano Papel	3	0	3
Teka	2	1	3
Tupy	2	1	3
Unipar	1	0	1
Untrapar	1	0	1
Usiminas	5	1	6
V.C.P.	3	0	3
Vigor	2	0	2
Vulcabras	0	2	2
Weg	0	2	2
Wetzel	1	0	1
Whirlpool	1	0	1
Wiest	1	1	2
Yara Brasil	1	0	1
	93	174	249

A Tabela 2 evidencia a quantidade de operações de crescimento orgânico e aquisições por ano.

Tabela 2 – Distribuição do crescimento orgânico e inorgânico por ano

Ano	Cresc. Orgânico		Aquisição		Total	
	Qtde	%	Qtde	%	Qtde	%
1995	30	96,77%	1	3,23%	31	100,00%
1996	21	84,00%	4	16,00%	25	100,00%
1997	22	95,65%	1	4,35%	23	100,00%
1998	12	80,00%	3	20,00%	15	100,00%
1999	7	87,50%	1	12,50%	8	100,00%
2000	8	72,73%	3	27,27%	11	100,00%
2001	6	100,00%	0	0,00%	6	100,00%
2002	6	85,71%	1	14,29%	7	100,00%
2003	3	60,00%	2	40,00%	5	100,00%
2004	10	83,33%	2	16,67%	12	100,00%
2005	12	70,59%	5	29,41%	17	100,00%
2006	13	61,90%	8	38,10%	21	100,00%
2007	8	26,67%	22	73,33%	30	100,00%
2008	16	42,11%	22	57,89%	38	100,00%
Total	174	69,88%	75	30,12%	249	100,00%

3.2 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.2.1 Variável Dependente

Sekaran (1992) afirma que a Variável Dependente é o interesse primário da pesquisa, já que a meta do pesquisador é explicar ou prever a variabilidade de determinado problema pela variável dependente. Por meio da análise de quais variáveis influenciam a variável dependente, é possível encontrar respostas ou soluções para o problema de pesquisa.

Nesta esta tese buscou-se responder ao seguinte problema de pesquisa: *Quais são os fatores determinantes para escolher entre investimento em crescimento orgânico ou investimento em crescimento inorgânico como alternativas de expansão das empresas?*

Para responder esta questão, definiu-se como variável dependente a escolha da forma de investimento das indústrias brasileiras que têm suas ações negociadas na BOVESPA. A operacionalização desta variável aconteceu em duas análises distintas: Em um primeiro momento como *Binomial* assumindo como crescimento orgânico o vetor (0) e o crescimento inorgânico o vetor (1) no *Painel Binomial de Dados*. Na segunda análise como *Multinomial* assumindo os vetores (1) para crescimento orgânico; (2) para crescimento inorgânico; (3) para orgânico e inorgânico; e (4) não para orgânico e inorgânico.

A análise se deu nas 93 empresas que compõem a população do estudo, no período de 1995 a 2008, verificando-se quais, dentre essas empresas, tiveram anúncio de algum dos tipos de investimentos definidos para este estudo, ou seja, investimento em crescimento orgânico ou inorgânico, representado pelas aquisições.

No período analisado, constatou-se que algumas indústrias anunciaram investimentos em crescimento orgânico em determinados anos, e outras anunciaram investimentos em crescimento inorgânico em outros dentro do mesmo intervalo de tempo. Algumas indústrias não tiveram nenhum anúncio de investimento em nem uma nem outra forma de investimento.

Para operacionalizar a análise econométrica, utilizou-se o STATA 11, que é um programa muito flexível, que permite ler e manipular os dados de várias formas diferentes, uma vez que os dados das ciências sociais são coletados em vários formatos, exigindo flexibilidade dos pacotes estatísticos.

Assim na base de dados para definição da variável dependente atribuíram-se os seguintes vetores:

Tabela 3 – Composição da Variável Dependente para o *Painel Binário de Dados*

Definição VD	símbolo	Def. Regressando
Para o Crescimento Orgânico	CO	0
Para o Crescimento Inorgânico	CI	1

Fonte: O elaborado pelo autor

Tabela 4 – Composição da Variável Dependente para o *Logist Multinomial*

Definição VD	símbolo	Def. Regressando
Para o Crescimento Orgânico	CO	1
Para o Crescimento Inorgânico	CI	2
Para Cres. Orgânico e Inorgânico	CO e CI	3
E para Ausência de CO e CI	ñCO e ñCI	4

Fonte: O elaborado pelo autor

3.2.2 Visão Resumida das Variáveis Independentes

Para que se possa construir a matriz de dados, são operacionalizadas para cada uma das empresas e período analisado, 8 variáveis independentes do tipo métricas, conforme podem ser observadas de forma resumida na Tabela 3. A descrição completa das variáveis é mostrada no tópico 3.2.3, que trata da “Descrição das Variáveis Independentes”.

Tabela 5 - Determinantes da escolha da forma de crescimento

Variável	Resumo	Tipo	Mensuração
1. Grau de Rentabilidade	Gr_Rent	métrica	Calculado por meio do índice de Rentabilidade no Balanço Patrimonial das empresas
2. Risco do Negócio	Ris_Neg	métrica	Índice do EBIT/Ativo Total diminuído da média do período analisado
3. Folga Financeira	Fol_Fin	métrica	Índice de Liquidez Corrente no Balanço Patrimonial das Empresas.
4. Risco de Falência	Ris_Fal	métrica	Aplicação do Modelo Pereira para verificar a distância da insolvências das Indústrias brasileiras
5. Nível de Endividamento	Niv_End	métrica	Calculado por meio do índice de Endividamento Ativo curto e longo/ Passivo curto e longo prazo
6. Tamanho das Vendas	Log_Ven	métrica	Cálculo do Logaritmo das vendas disponível na Dem. do Res. Do Exerc. DRE (Econômica)
7. Tamanho do Ativo	Log_At	métrica	Cálculo do Logaritmo do Ativo disponível no Balanço Patrimonial das empresas
8. Intangibilidade do Ativo	Tobin'sQ	métrica	Calculado dividindo-se o valor de mercado da empresa pelo valor contábil da empresa

Fonte: Elaborada pelo autor

3.2.3 Descrição das Variáveis Independentes

3.2.3.1 Grau de rentabilidade

Os índices que medem a lucratividade são inúmeros, citando-se como exemplos: margem bruta de lucro, margem de lucro operacional, margem líquida de lucro, índice de lucro por ação, retorno sobre o ativo total, retorno sobre o patrimônio líquido, entre outros.

Juntas, elas permitem que o analista avalie os lucros da empresa com relação a um determinado nível de vendas, a certo nível de ativos ou aos investimentos.

Expressar a rentabilidade por meio de índices não enseja esperar um resultado absoluto, pois quando analisado isoladamente, ele tem utilidade informativa bastante reduzida e, dependendo do que se está buscando da análise da rentabilidade, pode haver distorções.

Os índices de rentabilidade mostram qual o retorno do capital investido, ou seja, para determinado investimento, apresentam qual foi o retorno, demonstrando assim o grau de êxito econômico e financeiro da empresa. Nesta tese o índice de rentabilidade está representado pela seguinte equação.

$$Gr_Rent = \frac{EBIT}{Venda} \quad \text{Equação 1}$$

onde:

EBIT = lucro operacional do período

Venda = vendas do período analisado

3.2.3.2 Risco do Negócio

O risco pode ser definido na área financeira como sendo a variância ou o desvio em relação a uma determinada média. Hoje, a preocupação com o risco é constante na maioria das operações financeiras. Pode-se dizer que risco de forma fundamental é definido como sendo uma possibilidade de prejuízos financeiros.

A expressão “risco” é usada para definir incerteza ao referir-se à variação dos retornos associados a um determinado ativo, onde o risco de um investimento está proporcionalmente ligado à probabilidade de se lucrar menos que o esperado (BREALEY e MYERS, 2005).

A teoria do custo de agência sugere que o risco também determina a estrutura de capital das empresas, pois quanto mais inconstante ele for, maior a probabilidade de a empresa não conseguir pagar suas dívidas (HARRIS e RAVIV, 1991).

Essa variável é calculada fazendo a divisão do EBIT pelo Ativo Total. Desse resultado foi calculada a média do período a qual foi subtraída de EBIT/AT, conforme demonstrado na Equação 2.

$$Ris_Neg = \frac{EBIT}{AT} = \mu \text{ e } \lambda = \frac{\sum(P_1 + P_2 + \dots P_n)}{P_n} - \mu \quad \text{Equação 2}$$

onde:

$EBIT$ = lucro operacional

AT = ativo total

μ = resultado do $EBIT / AT$

λ = média de $[(P_1 + P_2 + \dots P_n) / P_n]$ - resultado do $EBIT / AT$

P = período analisado

3.2.3.3 Folga financeira

A sinergia pressupõe que a transação ocorre por causa dos ganhos econômicos e financeiros resultantes do processo de fusão ou aquisição. Chatterjee (1986) afirma que a sinergia segrega e compara três classes de recursos: a) os relacionados ao custo de capital (sinergia financeira), b) os relacionados a custos de produção (sinergia operacional) e c) os relacionados a preço (sinergia de poder de mercado). A hipótese de sinergia inclui a ideia de que a junção de recursos de duas firmas gera crescimento e portanto, sinergia (ELAYAN, 1993). A folga financeira utilizada na pesquisa é disponibilizada por meio do Índice de Liquidez Corrente tradicional, o qual representa a capacidade de disponibilização de recursos de curto prazo em relação ao endividamento de curto prazo, e é representado pela Equação 3.

$$Fol_Fin = \frac{AC}{PC} \quad \text{Equação 3}$$

onde:

AC = ativo circulante

AT = passivo circulante

3.2.3.4 Risco de falência

Segundo Kayo (2002), a Teoria da Agência tem fortes implicações na definição da estrutura de capital das empresas em diferentes fases do crescimento. Dependendo da proporção de crescimento da empresa, podem surgir problemas provocados pelo sobre-investimento (*overinvestment*) e problemas de sub-investimento (*underinvestment*).

De acordo com Brealey e Myers (2005), nem toda a empresa que entra em apuros vai à falência. Desde que a empresa consiga dinheiro o suficiente para pagar os juros sobre sua dívida, ela pode conseguir adiar a falência por muitos anos. Escapar da falência não significa que os custos de dificuldades financeiras sejam evitados. Isso implica em dificuldades financeiras sem falência. Entretanto, esta dificuldade é onerosa quando os conflitos prejudicam a operação do negócio.

Segundo Iyer e Muller (2008), uma empresa que está enfrentando problemas financeiros e operacionais significativos e está à beira da falência está em dificuldades financeiras. A variável utilizada nesta Tese para testar quão distante a empresa está da falência foi o Modelo Pereira por meio de Análise Discriminante (SILVA, 2010 p.333). O modelo foi desenvolvido para as indústrias brasileiras.

Essa variável foi testada para verificar a que distância da insolvência estão as indústrias que utilizam a aquisição ou crescimento orgânico como forma de crescimento e está representada pela fórmula descrita na Equação 4.

$$Ris_Fal = 0,722 - 5,124E_{23} + 11,016L_{19} - 0,342L_{21} - 0,048L_{26} + 8,605R_{13} - 0,004R_{29}$$

Equação 4

onde:

Ris_Fal = avaliação do risco de insolvência para indústrias brasileiras

E_{23} = duplicatas descontadas / duplicatas a receber

L_{19} = estoques / custo dos produtos vendidos

L_{21} = fornecedores / vendas

L_{26} = (estoque médio / custo dos produtos vendidos) x 360

R_{13} = (lucro operacional+despesas financeiras) / (ativo – investimentos)

R_{29} = (exigível total) / (lucro líquido + 0,1 imobilizado – resultado da correção monetária)

Nesse modelo, o ponto crítico é o 0 (zero).

3.2.3.5 Nível de endividamento

Os índices que tratam da estrutura de capital são significativos para a análise das empresas, pois retratam a situação do endividamento, relacionando o capital próprio com o capital de terceiros, evidenciando a dependência financeira da empresa no curto ou longo prazo.

O índice de endividamento e estrutura está diretamente relacionado com a estratégia adotada pela empresa para atender às necessidades financeiras com investimentos, financiamento e distribuição de dividendos.

A política adotada para o uso de recursos captados de terceiros é peculiar de cada empresa, e pode variar conforme o ramo de atividade, posição geográfica, ou até mesmo da forma arrojada ou conservadora de gestão. Essa variável é calculada pela fórmula demonstrada na Equação 5.

$$Niv_End = \frac{(AC + A\tilde{N}C)}{(PC + P\tilde{N}C)} \quad \text{Equação 5}$$

onde:

AC = ativo circulante

A $\tilde{N}C$ = ativo não circulante

PC = passivo circulante

P $\tilde{N}C$ = passivo não circulante

3.2.3.6 Tamanho das vendas

Capon et Al., 1990 (*apud* Carton e Hofer, 2006) evidenciam que o crescimento de vendas é um indicador de *performance* geralmente aceito e que está positivamente associado a outras medidas de desempenho financeiro. O crescimento das vendas é considerado uma dimensão importante principalmente em novos investimentos. Sob esse ponto de vista, e considerando que esta tese busca analisar os fatores que determinam a escolha da forma de investimento em crescimento orgânico ou crescimento inorgânico, a variável “vendas” foi

calculada por meio do seu logaritmo. É por essa razão que muitas vezes, neste caso, se omite a base, conforme exemplificado:

$$\text{Log_Ven} = \text{Tamanho das Vendas} \quad \text{Equação 6}$$

onde:

Tamanho das vendas = *Log vendas*

3.2.3.7 Tamanho da firma

O objetivo de investir em ativo pode ser para explorar economias de escala e escopo até determinado limite. Esse limite está vinculado à capacidade de produção do ativo ou as suas próprias limitações (KAYO, 2002).

Segundo a teoria de custo de transação, uma firma faz opção de adquirir ativos quando os custos da condução dos negócios no mercado estão mais altos que os custos das atividades organizacionais dentro da firma (COASE, 1937; WILLIAMSON, 1975, 1985). Por outro lado, uma firma pode aumentar seus ativos por meio de crescimento orgânico. Nas duas opções, crescimento orgânico ou inorgânico não é considerado qual foi a origem dos recursos aplicados nos ativos, ou seja, dos recursos internos ou de terceiros. A análise aqui foi com propósito de verificar o tamanho dos ativos das indústrias que optam por uma ou outra forma de expansão.

Essa variável foi calculada utilizando a mesma premissa do *Log vendas* utilizando o *logaritmo* conforme evidenciado na Equação 7.

$$\text{Log_At} = \text{Tamanho da Firma} \quad \text{Equação 7}$$

onde:

Tamanho da firma = *Log ativos*

3.2.3.8 Intangibilidade dos ativos

Em alguns estudos empíricos, o *Q de Tobin* é utilizado para mensuração de ativos intangíveis. Ele é calculado de acordo com o procedimento de Lang e Stulz (1994) e McGahan (1999) que afirmam que a intangibilidade é igual ao *Q de Tobin*. Essa variável é calculada pela fórmula demonstrada na Equação 8.

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VME}{VCE} \quad \text{Equação 8}$$

onde:

VME = valor de mercado da empresa

VCE = valor contábil da empresa

Os primeiros trabalhos a utilizar o *Q* de Tobin tinham como intenção refinar os modelos macroeconômicos de investimento, buscando explicar as variações no tempo dos investimentos agregados.

Neste contexto, temos que, se $q > 1$, as empresas terão incentivo para investir, uma vez que o valor do novo capital investido excederá seu custo (Lindenberg e Ross, 1981). Contrariamente, quando $q < 1$, a firma não terá qualquer incentivo para aplicar em novos projetos.

Assim sendo, analisando-se do ponto de vista de finanças, voltado para o valor da firma tem-se que: se o valor de mercado refletir propriamente os ativos registrados de uma firma o valor do *q* de Tobin seria = 1; se o *q* de Tobin é maior que 1, então o valor de mercado da firma é maior que o valor dos ativos registrados; o *q* de Tobin valendo menos que 1 o valor de mercado é menor que os ativos registrados na firma.

A medida do *q* de Tobin médio é utilizada como *proxy* para valorar firmas como variável com intenção de mensurar a *performance*, transformando-se num indicador comparável entre empresas. Nesta tese a medida foi utilizada como variável independente para verificar se esta influencia na escolha da forma de investimento.

3.3 TRATAMENTO ESTATÍSTICO DOS DADOS

Conforme Gujarati (2006), a regressão é o principal instrumento de análise da econometria. Através da análise de regressão verifica-se a dependência de uma ou mais variáveis dependentes em relação a uma ou mais variáveis independentes, no intuito de prever/estimar o valor da variável dependente, uma vez que se conhecem os valores das independentes (explicativas).

O objetivo proposto nesta tese é buscar evidenciar os fatores que podem influenciar a escolha da estratégia para a forma de investimento no crescimento orgânico ou em crescimento inorgânico das indústrias brasileiras que tiveram ações listadas na Bovespa no período de 1995 a 2008. Para se estudar dados ao longo do tempo, neste caso 14 anos, geralmente estão disponíveis para análise empírica: as séries temporais, os cortes transversais e os painéis (GUJARATI 2006). Nas séries temporais, observa-se os valores de uma ou mais variáveis ao longo do tempo; nos cortes transversais, os dados são relativos a uma ou mais variáveis para várias unidades no mesmo período; e nos *dados em painel* a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo, dando uma dimensão *espacial* e outra *temporal* (GUJARATI 2006).

Segundo Baltagi (1995) existem algumas vantagens dos dados em painel:

a) como os dados em painel se relacionam às empresas, tende a haver muita heterogeneidade nessas unidades; b) ao se combinar séries temporais com dados de corte transversal, os dados em painel proporcionam elementos mais informativos, mais variabilidade e menos colineariedade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência; c) os dados em painel são mais adequados aos estudo da dinâmica da mudança; d) os dados em painel podem detectar e medir efeitos melhor do que quando a observação é feita somente por meio de corte transversal puro ou série temporal pura; e) os dados em painel permitem estudar modelos comportamentais mais complexos; f) os dados em painel podem enriquecer a análise empírica, diferentemente se usados somente os dados em corte transversal ou série temporal isoladamente.

Para uma utilização adequada dos painéis, se faz necessário organizar e armazenar os dados de forma correta. Nesta tese os dados foram organizados e armazenados com 14 (quatroze) registros anuais, compreendendo o período de 1995 a 2008 de cada uma das 93 indústrias brasileiras que negociaram ações na bolsa, sendo um registro para cada ano, armazenados de maneira sequencial.

A análise é desenvolvida em 93 empresas que obtiveram pelo menos uma das formas de investimento em crescimento em um período de 14 anos, obtendo-se assim, 830 observações, sendo propostas neste estudo 8 variáveis métricas.

Entretanto, nem todas as indústrias possuem os dados econômico-financeiros para todos os anos do período analisado, o que implica na utilização de um **painel binário não balanceado** (ou painel desequilibrado), onde o número de observações não é igual para todas as empresas e **logit multinomial**.

Wooldridge (2006) afirma que, desde que o motivo para a falta de dados de algum i não esteja correlacionado com os erros idiossincráticos, μ_{it} este painel não balanceado não acarretará problema ao pesquisador.

3.4 MODELO UTILIZADO COM DADOS EM PAINEL

Na literatura de econometria existem duas grandes classes de modelos de análise de dados em painel: os modelos estáticos, e os modelos dinâmicos.

Os modelos estáticos de dados em painel consideram que os regressores são estritamente exógenos. Os modelos básicos de análise de dados em painel estático são: os efeitos fixos e os efeitos aleatórios (GUJARATI, 2006; WOOLDRIDGE, 2006).

Para Greene (2002), o modelo dinâmico é um modelo de regressão comum de efeitos fixos com variável defasada, porém afirma que tanto no efeito fixo como no efeito aleatório, a dificuldade é que a variável dependente defasada é correlacionada com o distúrbio, mesmo que se assuma que ε_{it} não é, ele próprio autocorrelacionado.

Os modelos dinâmicos incluem entre as variáveis explanatórias, defasagens da variável dependente, assim com os modelos dinâmicos torna-se possível mensurar o efeito ao longo do tempo, das variáveis explanatórias na variável dependente, observando dessa forma a velocidade de ajuste do modelo por meio dos coeficientes das variáveis defasadas inseridas no modelo (ARELLANO, 2003).

Em relação ao modelo dinâmico Greene (2002) o define como sendo um modelo de regressão comum de efeitos fixos com uma variável defasada. Mas concorda que em ambos os casos (efeito fixos e efeitos aleatórios), a dificuldade é que a variável dependente defasada

é correlacionada com o distúrbio, mesmo que se assuma que ε_{it} não é, ele próprio, autocorrelacionado.

Entretanto, Verbeek (2001) apresenta como vantagem, o tratamento estatístico dos dados em painel sobre as séries de tempo ou os conjuntos de dados de corte transversal à perspectiva de identificação de parâmetros ou questões, sem a carência de se fazer observações restritivas.

Resumidamente os dados em painel modelam ou explicam porque os indivíduos ou companhias se comportam de modos diferentes, assim como modelam ou explicam porque os indivíduos ou as companhias se comportam de modo diferente em diferentes períodos de tempo (VERBEEK, 2001).

Para permitir a análise dos dados no presente estudo utilizou-se a modelagem econométrica por meio de **painel binário de dados e Análise Logit Multinomial**, representada pelas seguintes equações:

Modelo do Painel Binário:

$$Form_de_Cresc = \beta_0 + \beta_1 Gr_Rent_{it} + \beta_2 Ris_Neg_{it} + \beta_3 Fol_Fin_{it} + \beta_4 Niv_End_{it} + \beta_5 Ris_Fal_{it} + \beta_6 Log_Ven_{it} + \beta_7 Log_At_{it} + \beta_8 Tobin's_Q_{it} + \mu_{it}$$

Equação 9

Observado por meio dos estimadores:

$$\text{Grau de Rentabilidade} = Gr_Rent = \frac{EBIT}{Venda}$$

$$\text{Risco do Negócio} = Ris_Neg = \frac{EBIT}{AT} = \mu \quad \text{e} \quad \lambda = \frac{\sum(P_1 + P_2 + \dots + P_n)}{P_n} - \mu$$

$$\text{Folga Financeira} = Fol_Fin = \frac{AC}{PC}$$

$$\text{Nível de Endividamento} = Niv_End = \frac{(AC + A\tilde{N}C)}{(PC + P\tilde{N}C)}$$

$$\text{Risco da Falência} = Ris_Fal = 0,722 - 5,124E_{23} + 11,016L_{19} - 0,342L_{21} - 0,048L_{26} + 8,605R_{13} - 0,004R_{29}$$

$$\text{Logaritmo das Vendas} = Log_Ven \text{ de base natural}$$

$$\text{Logaritmo do Ativo} = Log_At \text{ de base natural}$$

$$\text{Intangibilidade do Ativo} = Q \text{ de Tobin} = \frac{VME}{VCE}$$

Form_de_Cresc = Variável Endógena Binária que recebe (0) para crescimento orgânico e (1) para crescimento inorgânico .

Na equação acima o β_0 representa o intercepto, os demais β_k representam os coeficientes de cada variável regressora, i representa a i -ésima unidade de corte transversal, t representa o t -ésimo período de tempo, μ_{it} representa o termo de erro aleatório.

Modelo Logit Multinomial:

$$\text{Form_de_Cresc} = \beta_0 + \beta_1 \text{Gr_Rent}_{it} + \beta_2 \text{Ris_Neg}_{it} + \beta_3 \text{Fol_Fin}_{it} + \beta_4 \text{Niv_End}_{it} + \beta_5 \text{Ris_Fal}_{it} + \beta_6 \text{Log_Ven}_{it} + \beta_7 \text{Log_At}_{it} + \beta_8 \text{Tobin's_Q}_{it} + \mu_{it}$$

Equação 10

Observado por meio dos estimadores:

$$\text{Grau de Rentabilidade} = \text{Gr_Rent} = \frac{EBIT}{Venda}$$

$$\text{Risco do Negócio} = \text{Ris_Neg} = \frac{EBIT}{AT} = \mu \quad \text{e} \quad \lambda = \frac{\sum(P_1 + P_2 + \dots + P_n)}{P_n} - \mu$$

$$\text{Folga Financeira} = \text{Fol_Fin} = \frac{AC}{PC}$$

$$\text{Nível de Endividamento} = \text{Niv_End} = \frac{(AC + A\tilde{N}C)}{(PC + P\tilde{N}C)}$$

$$\text{Risco da Falência} = \text{Ris_Fal} = 0,722 - 5,124E_{23} + 11,016L_{19} - 0,342L_{21} - 0,048L_{26} + 8,605R_{13} - 0,004R_{29}$$

$$\text{Logaritmo das Vendas} = \text{Log_Ven de base natural}$$

$$\text{Logaritmo do Ativo} = \text{Log_At de base natural}$$

$$\text{Intangibilidade do Ativo} = Q \text{ de Tobin} = \frac{VME}{VCE}$$

Form_de_Cresc = Variável Endógena Multinomial que recebe (1) para crescimento orgânico; (2) para crescimento inorgânico; (3) para crescimento orgânico e inorgânico; e (4) para nenhuma das formas de crescimento.

Na equação acima o β_0 representa o intercepto, os demais β_k representam os coeficientes de cada variável regressora, i representa a i -ésima unidade de corte transversal, t representa o t -ésimo período de tempo, μ_{it} representa o termo de erro aleatório.

Um conjunto de cinco modelos foi construído para se realizarem as regressões necessárias ao propósito deste estudo por meio de dados em painel, confrontado com a análise logit multinomial, conforme descritos a seguir:

Painel Binário de Dados:

Modelo 1 – Efeito Fixo (EF) com erro padrão robusto, conhecido como *Within*.

Modelo 2 – Efeitos Aleatórios (EA) e Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) *Generalized Least Squares–GLS*.

Modelo 3 – Estimador de Equação Generalizada - *Pooled (Generalized Equations Estimator - GEE)*

Logit Multinomial

Análise Logit Multinomial usado quando a variável dependente em questão é nominal (um conjunto de categorias que não podem ser ordenados de forma significativa) e consiste em mais de duas categorias.

O modelo estático de análise de dados em painel considera as variáveis independentes (os regressores) estritamente exógenas, ou seja, não admitindo defasagem da variável dependente.

3.4.1 Modelo de Efeitos Fixos (*Within*)

Os estimadores de efeitos fixos consideram que a heterogeneidade (α_i) se constitui num efeito específico de cada unidade seccional e que permanece fixo ao longo do tempo. A transformação de efeitos fixos envolve a geração de estimadores, que considera a heterogeneidade em efeito específico de cada unidade de análise e que permanece fixa no tempo. Com isso obtêm-se a seguinte equação (GREENE, 2002):

$$y_{it} = \mathbf{x}'_{it}\boldsymbol{\beta} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação 11}$$

Nota-se na equação acima que α_i , efeito fixo não observado, não está presente no modelo, então propõe-se que a estimação seja feita pelo MQO agrupado (WOOLDRIDGE, 2006).

Um estimador de efeito fixo é um estimador MQO agrupado baseado em variáveis temporais reduzidas, dessa maneira, e sob a hipótese de exogeneidade estrita das variáveis explicativas, pode-se afirmar que esse estimador de efeito fixo é não viesado, ficando o erro idiossincrático μ_{it} como não correlacionado com cada uma das variáveis explicativas ao longo de todos os períodos de tempo sob análise (WOOLDRIDGE, 2006).

Portanto, cada variável explicativa que se apresente constante ao longo do tempo para todo i (as companhias abertas) é removida pela transformação de efeitos fixos. Essa transformação, que considera a diferença entre uma média ao longo do tempo e um fator não observável específico para cada unidade seccional, produz um tipo de informação descrita por Wooldridge (2006) como *normalizada no tempo (time demeaning)*, eliminando assim a heterogeneidade não observada (α_i) e permitindo o emprego de MQO para cálculo dos estimadores (WOOLDRIDGE, 2006).

Há ainda outras duas hipóteses a serem satisfeitas para que a análise do MQO seja considerada válida: primeiro, a de que os erros μ_{it} sejam homocedásticos e segundo, que esses erros sejam serialmente não correlacionados.

Segundo Wooldridge (2006), o modelo de efeito fixo possui uma visão clássica, que é a de assumir que o efeito não observado, representado por α_i , será o parâmetro a ser estimado para casa i (neste caso, as companhias de capital aberto, representadas pela indústrias).

Entretanto, com a transformação *Within*, inicialmente calcula-se a média de cada unidade sob análise para que, em seguida, calcule-se a diferença entre cada observação e esse valor médio, ou seja, “dentro” (VERBEEK, 2001).

$$\mathbf{S}_{xx}^{within} = \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T (\mathbf{x}_{it} - \bar{\mathbf{x}}_i)(\mathbf{x}_{it} - \bar{\mathbf{x}}_i)' \quad \text{and} \quad \mathbf{S}_{xy}^{within} = \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T (\mathbf{x}_{it} - \bar{\mathbf{x}}_i)(y_{it} - \bar{y}_i).$$

Com essa transformação elimina-se a heterogeneidade não observada \mathbf{a}_i , possibilitando o uso do MQO para se calcular os estimadores (GREENE, 2002).

3.4.2 Modelo de Efeitos Aleatórios (*Least Squares–GLS*)

Segundo Greene (2002), o modelo de efeito fixo é uma abordagem apropriada no caso de estar seguro de que as diferenças entre as unidades seccionais podem ser vistas como mudanças nos parâmetros da função de regressão.

Ao se utilizar o modelo de efeitos fixos tem-se como propósito principal a eliminação de \mathbf{a}_i , por estar correlacionado com um ou mais dos \mathbf{x}_{itk} . Partindo da suposição de que \mathbf{a}_i seja não correlacionado com cada uma das variáveis explicativas durante todo o tempo, a transformação para eliminação do \mathbf{a}_i vai gerar estimadores ineficientes (WOOLDRIDGE, 2006).

Ao pressupor que \mathbf{a}_i não seja correlacionado com as variáveis explicativas torna o modelo de efeito aleatório, conforme a equação seguinte (GREENE, 2002)

$$y_{it} = \mathbf{x}'_{it}\boldsymbol{\beta} + (\boldsymbol{\alpha} + \mathbf{u}_i) + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação 13}$$

Nesse caso, se recomenda o uso dos modelos de efeitos aleatórios, que além das premissas consistentes no modelo de efeito fixo, assumem que \mathbf{a}_i é independente de todas as variáveis explicativas, em todos os períodos de análise (WOOLDRIDGE, 2006).

Wooldridge (2006) sugere a utilização dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) para solucionar a questão da correlação serial, mas para que o procedimento tenha boa utilização, o número de observações N tem que ser elevado e o período de tempo T pequeno, validando tanto para painéis equilibrados como para painéis não equilibrados (WOOLDRIDGE, 2006).

A eliminação da correlação serial nos erros é conseguida pela derivação da transformação nos Mínimos Quadrados Generalizados, considerando-se um termo λ que seria uma fração do valor médio ao longo do tempo pelo termo de erro aleatório, passando

dessa forma o intercepto a ser uma variável aleatória v_i definida com base numa fração λ (GREENE, 2000).

A equação transformada e chamada de estimador de efeito aleatório é representada pela equação 13.

$$\hat{\beta} = (\mathbf{X}'\Omega^{-1}\mathbf{X})^{-1}\mathbf{X}'\Omega^{-1}\mathbf{y} = \left(\sum_{i=1}^n \mathbf{X}'_i\Omega^{-1}\mathbf{X}_i \right)^{-1} \left(\sum_{i=1}^n \mathbf{X}'_i\Omega^{-1}\mathbf{y}_i \right) \quad \text{Equação 14}$$

O modelo de efeito aleatório assume que o efeito não observado seja não correlacionado com todas as variáveis explicativas fixas ao longo do tempo ou não.

O estimador de efeitos aleatórios pode ser assim obtido por meio do método de Mínimos Quadrados Generalizados (*GLS – Generalized Least Squares*) e/ou Máxima Verossimilhança (*ML – Maximum Likelihood*), utilizando a equação acima descrita, porém, substituindo-se o parâmetro λ que na prática não é conhecido pelo parâmetro $\hat{\lambda}$. Uma das vantagens dos *Softwares* e programas econométricos é a sua capacidade de gerar estimadores dos modelos de efeito aleatórios, computando os $\hat{\lambda}$ (WOOLDRIDGE, 2006).

3.4.3 Modelo *Pooled Generalized Equations Estimator – GEE*)

O modelo *Generalized Equations Estimator – GEE* encaixa a população média dos modelos de dados em painel. Em particular, os modelos lineares generalizados permitem que se especifique a estrutura de correlação dentro do grupo para os painéis.

Segundo Liang e Zeger (1986) os métodos de pesquisas de análise de dados em relação aos dados de resposta binária ajusta modelos lineares generalizados de y_{it} com covariáveis x_{it} conforme segue:

$$g\{E(y_{it})\} = x_{it}\beta \quad y \sim F \text{ com parâmetro } \theta_{it} \quad \text{Equação 15}$$

3.5 DECISÃO QUANTO AO MODELO COM DADOS EM PAINEL

Nesta tese o modelo de painel utilizado foi o **estático**, pois assume que as variáveis explicativas e a explicada foram observadas no tempo t , sem configuração dinâmica.

No caso da decisão quanto aos efeitos fixo ou aleatório, utilizaram-se os testes conforme Hausman (1978). Desde que a unidade de erro específico não seja correlacionada com as variáveis independentes, o estimador de efeitos aleatórios é mais eficiente que o estimador de efeito fixo. Caso contrário, o estimador de efeito aleatório é incompatível e o estimador de efeito fixo é preferível.

Portanto a hipótese nula (H_0) para o teste de Hausman configura que o erro específico do grupo não é correlacionado entre si e, portanto, o modelo de efeito aleatório é preferível. Um p-valor menor que o nível de significância de 5% rejeita o efeito aleatório em favor do efeito fixo.

Quanto à caracterização do intercepto para o efeito fixo, utilizou-se o teste de Breusch-Pagan. O efeito fixo do modelo permite que a intercepção da regressão possa variar entre as unidades de corte transversal. O teste F é atribuído para a hipótese nula de que as intercepções não diferem entre si. Para tanto, a estatística de *Lagrange Multiplier* (LM) do tipo Breusch-Pagan testa a hipótese nula de que o estimador *Pooled OLS* é adequado contra os efeitos aleatórios alternativos.

Tanto o teste de Hausman quanto o teste de Breush-Pagan podem ser esquematizados conforme Richieri (2007):

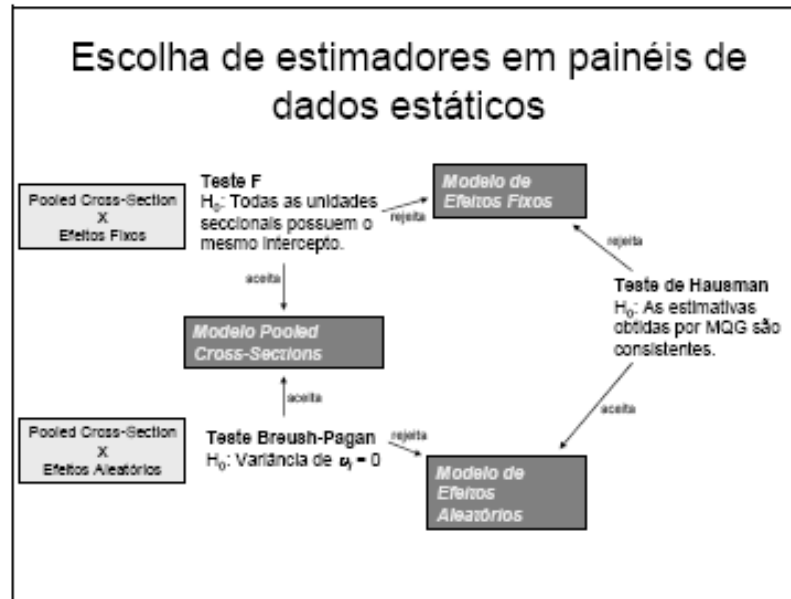


Figura 5 - Processo de escolha de estimadores em painéis de dados estáticos.

Fonte: Richieri (2007, p.118)

A Figura 5 apresenta de forma detalhada as hipóteses a serem testadas para se decidir sobre qual modelo utilizar: Modelo de Efeito Fixo ou Modelo de Efeito Aleatório.

Evidenciam-se os testes F (Fischer), Breuch-Pagan (BP) e Hausman (H) para aceitar ou rejeitar as hipóteses nulas para verificar se os estimadores em painel estático são consistentes pelo Mínimo Quadrado Ordinário – MQO (*Ordinary Least Squares – OLS*) ou pelo Mínimo quadrado Generalizado – MQG (*Generalized Least Squares – GLS*), conforme hipóteses configuradas no item 3.5.1.

3.5.1 Teste de hipóteses para utilização de efeito fixo ou aleatório

Neste estudo, para determinar estatisticamente qual modelo adequado (fixo ou aleatório) utilizar, realizaram-se os seguintes testes:

Teste de Breusch-Pagan:

$$H_0 : \text{Var} (\mu_i) = 0$$

$$H_1 : \text{Var} (\mu_i) \neq 0$$

Neste caso, a variância do erro da unidade específica é igual a 0, para a hipótese nula utilizando-se uma estatística de teste assintótica com decisão de Qui-Quadrado para um nível de significância de 5%.

Teste de Hausman:

$$H_0 : \text{As estimativas GLS são consistentes}$$

$$H_1 : \text{As estimativas GLS não são consistentes}$$

Para tanto, também utilizou-se uma estatística de teste assintótica por meio do Qui-Quadrado para o nível de significância de 5%.

Teste de Fischer (F)

$$H_0 : \text{Os grupos têm um intercepto comum}$$

$$H_1 : \text{Os grupos não têm um intercepto comum}$$

Para diferenciar os interceptos de grupos tomou-se a estatística do teste de Fischer considerando os referidos graus de liberdade para um nível de significância de 5%.

3.6 TESTES E PRESSUPOSTOS DE CONSISTÊNCIA APLICADOS AO MODELO

Para estimar a robustez dos resultados de qualquer trabalho empírico, devem ser realizados testes para verificar a existência de heteroscedasticidade, multicolineariedade, autocorrelação, Breusch-Pagan, Hausman, Teste de Fischer (F), normalidade dos termos de perturbação e autocorrelação serial.

Wooldridge (2006) afirma que caso o teste de BP resulte em um valor p relativamente pequeno, uma ação para correção deverá ser tomada, e entre as possibilidades corretivas está o uso dos erros padrão robustos em relação à heterocedasticidade. Nesta tese, esse procedimento se deu utilizando o *software* STATA 11.

Em 1980 White criou um teste destinado a verificar formas de heterocedasticidade que invalidem os erros padrão e as estatísticas de testes habituais e que sejam estimados pelo Mínimo Quadrado Ordinário-MQO. O mesmo é um teste multiplicador de Lagrange (LM) que testa todos os coeficientes da regressão como sendo iguais a zero, exceto o intercepto (WOOLDRIDGE, 2006).

Observa-se que, ao rodar as regressões com erro padrão robusto, já corrige a heterocedasticidade e a multicolineariedade.

Neste estudo, para averiguar o grau de multicolineariedade entre as variáveis independentes, foi utilizado o teste *Variance Inflator Factor – VIF* (Fator de Inflação da Variância – FIV).

O teste de normalidade tem como finalidade verificar a normalidade dos resíduos de uma regressão linear. A princípio, a regressão linear só deverá ser utilizada quando os erros forem normais, portanto, caso o teste de normalidade evidencie que esta premissa é inválida, os resultados da regressão não podem ser usados.

Neste caso, o modelo deve ser modificado com a introdução de outras variáveis explicativas, ou ainda substituindo o modelo para que os erros se comportem como uma variável normal.

3.7 ESPECIFICAÇÃO POR MEIO DA MODELAGEM DO LOGIT MULTINOMIAL

Em virtude de que o referido estudo contemplou a definição da variável dependente por meio de vetores definidos como regressores a partir de quatro dicotomias de formas de crescimento, foi necessário a utilização da modelagem multinomial para inferência em cada forma de crescimento.

A estimativa de Máximo Verossimilhança (MV) é usualmente utilizada para estimar os casos da distribuição do tipo LOGIT, uma vez que não necessita que o desvio-padrão seja conhecido, ao mesmo tempo que não importa se o erro possui distribuição normal padrão ou

logística. Ressaltando que os estimadores obtidos pelo MV são idênticos aos dos Mínimos Quadrados Ordinários, essa regra vale tanto para regressões simples quanto para múltiplas, em que, conforme se vai aumentando o tamanho da amostra, mais próximo se estará do verdadeiro (variância) σ^2 populacional (GUJARATI, 2006).

As variáveis T e I_j representam, respectivamente, o tamanho da amostra e a forma de crescimento das indústrias brasileiras. A variável I_j pode assumir quatro valores: 1 para a forma de crescimento orgânico, 2 para a forma de crescimento inorgânico, 3 para forma de crescimento orgânico e inorgânico, e 4 para nenhuma das formas de crescimento. A função de Máximo Verossimilhança para o LOGIT de relação linear pode ser escrita da seguinte forma: (MÁXIMO, SILVA e MÁXIMO, 2009).

$$\ln L(\alpha, \beta \setminus y, z, t) = \sum_{j=1}^T I_j \ln \left[1 + e^{-\left(\frac{\alpha z_j + \beta t_j}{\sigma}\right)^{-1}} \right] + (1 - I_j) \ln \left[1 - \left(1 + e^{-\left(\frac{\alpha z_j + \beta t_j}{\sigma}\right)^{-1}} \right) \right]$$

Equação 16

Todavia, para finalmente chegar à forma final existem três possíveis limitações: a) incerteza sobre a aleatoriedade das preferências: e_j/β se possui média zero e a variância é σ^2 / β^2 , b) incerteza sobre aleatoriedade dos parâmetros e c) variação através dos indivíduos dentro de uma amostra. Tratando dessas limitações, os parâmetros são tidos como dados, viabilizando, assim, que medidas de tendência solucionem essas restrições. Para tanto, uma dessas medidas é dada pela média (MÁXIMO, SILVA e MÁXIMO, 2009).

$$E_e(DAC_j \setminus \alpha, \beta, z_j) = \alpha z_j / \beta$$

Equação 17

A segunda medida de tendência central é a mediana, capaz de capturar 50% da distribuição de uma função de preferência que sofre as limitações com incerteza. Essa medida de tendência central deve ser a mais utilizada dentro dos trabalhos de valoração de contingente, dado que os resultados se apresentam mais consistentes com a realidade (HANEMANN, 1984).

$$Md_e(DAC_j \setminus \alpha, \beta, z_j) = \alpha z_j / \beta$$

Equação 18

Para este estudo as inferências vetorizadas consideraram a função abaixo para os seguintes vetores:

$$\mathbf{Forma_de_Cresc} = f(\mathbf{Gr_Rent}, \mathbf{Ris_Neg}, \mathbf{Fol_Fin}, \mathbf{Niv_End}, \mathbf{Ris_Fal}, \mathbf{Log_Ven}, \mathbf{Log_At}, \mathbf{Tobin's_Q})$$

Equação 19

Onde:

Gr_Rent = Grau de Rentabilidade

Ris_Neg = Risco do Negócio

Fol_Fin = Folga Financeira

Niv_End = Nível de Endividamento

Ris_Fal = Risco de Falência

Log_Ven = Logaritmo das Vendas

Log_At = Logaritmo do Ativo

Tobin's_Q = Intangibilidade do Ativo

Para testar o modelo LOGIT Multinomial foi utilizado o teste da verossimilhança para as seguintes hipóteses:

H_0 : Presença de semelhança entre os vetores

H_1 : Ausência de semelhança entre os vetores

Para o número de casos previstos para o teste de razão de verossimilhança, aceita-se a hipótese nula H_0 se o *p-value* for ≥ 0 ; caso o *p-value* for ≤ 0 , aceita-se a hipótese alternativa H_1 , ou seja, não existe presença de semelhança das variáveis entre os vetores.

4 RESULTADO DA PESQUISA

Buscou-se nesta tese responder ao seguinte problema de pesquisa: Quais são os fatores determinantes para escolher entre investimento em crescimento orgânico e investimento em crescimento inorgânico como alternativa de expansão das empresas?

Para tanto, seguiu-se um modelo de pesquisa partindo-se de uma realidade conceitual formada pela base teórica em finanças que explicasse o fenômeno da escolha da forma de crescimento orgânico e inorgânico. Construiu-se um referencial teórico suficiente para conduzir a pesquisa com as empresas brasileiras do setor industrial listadas na bolsa no período de 1995 a 2008, dando apoio para a construção das hipóteses H₁, H₂, H₃, H₄, H₅, H₆, H₇, e H₈, que foram testadas por meio de evidências empíricas neste estudo.

Para validar o estudo, utilizou-se a abordagem econométrica de *Dados em Painel Binário* para o modelo operacional como variável dependente binária para a escolha da forma de crescimento (*form_de_crescim*) e as variáveis independentes Grau de Rentabilidade (*Gr_Rent*), Risco do Negócio (*Risc_Neg*), Folga Financeira (*Fol_Fin*), Risco de Falência (*Ris_Fal*), Nível de Endividamento (*Niv_End*), Tamanho das Vendas (*Log_Ven*), Tamanho da Firma (*Log_At*), e Intangibilidade dos Ativos (*Tobin's_Q*). Além disso, utilizou-se também a abordagem econométrica *Logit Multinomial*, utilizando como variável dependente multinomial, onde foram definidos como regressores quatro dicotomias de formas de crescimento (1 para crescimento orgânico, 2 para crescimento inorgânico, 3 para crescimento orgânico e inorgânico, e 4 para nenhuma forma de crescimento). A população foi composta pelas indústrias brasileiras listadas na bolsa BOVESPA.

Na sequência, apresentam-se todos os testes e resultados encontrados neste estudo.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

O quadro abaixo evidencia os valores das médias, desvio-padrão, coeficiente de variação, além dos valores mínimos e máximos e a mediana das variáveis que compõem a população do estudo.

Quadro 3 – Estatística descritiva das variáveis – Painel não Balanceado

Variável	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo	Coefficiente Variação
Forma_de_Cresc.	3,55901	1,01578	4,0000	1,0000	4,0000	0,28541
Gr_Rent	-0,05288	3,85898	0,0700	-90,7500	61,4500	72,9737
Ris_Neg	0,00144	0,60172	0,0100	-16,6200	2,84000	415,025
Fol_Fin	3,64695	34,7195	1,3100	0,01000	1069,84	9,52016
Niv_End	27,8521	405,491	0,8900	0,01000	9530,00	14,5587
Ris_Fal	3,78905	5,79333	3,7700	-84,9200	26,8200	1,52897
Log_Ven	5,18002	0,75897	5,1900	1,92000	7,16000	0,14652
Log_At	5,33354	0,69834	5,3050	2,34000	7,2400	0,13093
Tobin's_Q	10,1849	41,4419	0,8900	0,01000	701,430	4,06895

Fonte: Elaborado pelo autor

Realizou-se a estatística descritiva da variável dependente, bem como a das variáveis independentes para certificar-se que os dados estão adequados para a proposta deste estudo.

O quadro 3 sintetiza as estatísticas básicas da população das empresas brasileiras do setor industrial listadas na BOVESPA, composta por 93 indústrias de capital aberto que tiveram anúncio de pelo menos uma das formas de investimento em crescimento – orgânico ou inorgânico para compor o painel não balanceado utilizado nas regressões para o período de 1995 a 2008. Ressalta-se que o crescimento inorgânico é representado neste estudo pelas aquisições.

4.1 TESTE DE MULTICOLINEARIEDADE

Verificou-se a multicolineariedade entre as variáveis antes de se fazer a análise de correlação, com intuito de investigar os fatores de inflação das variâncias FIV (*Variance Inflation Factor - VIF*). Os resultados estão evidenciados no Quadro 4.

Quadro 4 – Fatores de inflação das variáveis independentes – Painel não balanceado

Variável	FIV – Não Balanceado
Gr_Rent	1,164
Ris_Neg	1,396
Fol_Fin	2,162
Niv_End	2,132

Ris_Fal	1,437
Log_Ven	3,114
Log_At	3,315
Tobin's_Q	1,017

Fonte: Elaborado pelo autor

Com base nos valores encontrados pelo FIV, não há violação da hipótese ausência de multicolinearidade.

4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

No quadro 5 (abaixo), são apresentados os coeficientes de correlação, que medem a intensidade ou grau de associação linear entre as variáveis empregadas no modelo deste estudo, esperando-se que as variáveis possuam coeficientes com valores baixos.

Quadro 5 – Análise de correlação entre as variáveis – Painel não Balanceado

	Form_Cres	Fol_Fin	Ris_Neg	Ris_Fal	Log_Ven	Log_At	Niv_End	Gr_Rent	Tobins'Q
Form_Cres	1,0000								
Fol_Fin	-0,0560	1,0000							
Ris_Neg	-0,0179	0,0124	1,0000						
Ris_Fal	-0,0406	0,0168	0,4139	1,0000					
Log_Ven	-0,1612	0,0182	0,0683	0,1514	1,0000				
Log_At	-0,1760	-0,0399	0,0922	0,2695	0,7037	1,0000			
Niv_End	0,0218	0,2428	-0,0005	-0,1270	-0,0329	-0,0380	1,0000		
Gr_Rent	-0,0143	-0,0048	0,3515	0,0863	0,1094	0,0524	-0,0396	1,0000	
Tobins'Q	0,0385	-0,0004	-0,0772	-0,0864	-0,0173	-0,0489	-0,0028	-0,0384	1,0000

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme evidenciado no quadro acima, percebe-se a correlação entre as variáveis em níveis satisfatórios, o que sugere não haver qualquer viés de especificação do modelo formulado, sendo que não há necessidade de excluir nenhuma variável, pois a correlação mais alta foi de 0,7037, seguida das correlações 0,4139 e 0,3515, as quais tendem à mediana e que foram corrigidas pela aplicação do modelo com erro padrão robusto.

4.3 RESULTADOS DAS REGRESSÕES

Para facilitar a exposição da sequência com que foram realizadas as regressões para a variável dependente *Forma_de_Cresc*, todos os resultados estão consolidados de acordo com os 6 modelos de regressão selecionados para este estudo utilizando dados em painel, conforme as nomenclaturas expressas na Tabela 4, com os resultados consolidados de acordo com os testes e modelos de regressões escolhidos para dados em painel, conforme a seguinte ordem:.

Tabela 6 - Relação dos modelos de regressões utilizadas

Modelos	
Dados em Painel Binário	Logit Multinomial
1 EF <i>Within</i>	1 <i>Logit Multinomial</i>
2 EA - MQG	
3 GEE <i>Pooled</i>	

Fonte: Elaborada pelo autor.

Nesta tese, analisou-se e comparou-se os três modelos econométricos de regressão para o tipo estático em painel não balanceado: Efeito Fixo com erros padrão robusto, os Efeitos Aleatórios com Mínimos Quadrados Generalizados – MQG (*Generalized Least Squares – GLS*), e o Estimador de Equação Generalizada - *Pooled* (*Generalized Equations Estimator - GEE*). Realizou-se também a análise do *Logit Multinomial*.

No quadro 6 é apresentada uma síntese dos resultados das regressões no modelo de painel estático, as quais serão testadas, na sequência, para verificar qual é o modelo mais adequado para este estudo, como sendo o mais consistente.

Quadro 6 - Valores p das variáveis no painel binário não balanceado

Forma_de_Cresc em Painel Não Balanceado com 93 indústrias						
Modelos adotados para as Regressões de Dados em Painel Binário						
	1		2		3	
	EF		EA		GEE	
	<i>Within</i>		MQG		<i>Pooled</i>	
Variáveis	<i>Coefficiente</i>	<i>p-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>p-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>p-value</i>
Const	-98529	<0,000 ***	-13,1773	<0,000 ***	-9,8529	<0,000 ***
Gr_Rent	2,2628	0,492	-0,0325	0,851	-0,2355	0,264
Ris_Neg	-3,1083	0,561	0,7333	0,719	0,6237	0,464
Fol_Fin	0,3599	0,113*	0,3582	0,012***	0,3346	0,000 ***
Ris_Fal	0,1504	0,239	-0,2585	0,714	-0,0359	0,230
Niv_End	-0,3204	0,501	-0,2835	0,370	-0,2835	0,350
Log_Ven	3,8923	0,016***	0,9508	0,207	0,7097	0,351
Log_At	1,5826	0,244	0,7741	0,311	0,5298	0,418
Q_Tobin	0,0018	0,752	0,0010	0,795	0,0007	0,871

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em um segundo momento analisou-se o Modelo *Logit* Multinomial usado quando a variável dependente em questão é nominal (um conjunto de categorias que não podem ser ordenados de forma significativa) e que consiste de quatro categorias.

4.4 TESTE DE HIPÓTESES PARA EFEITO FIXO OU ALEATÓRIO

A escolha para o uso da regressão no painel estático não balanceado de efeito fixo ou efeito aleatório parte da pressuposição de que se faz sobre a provável correlação entre os componentes de erro individual ou específico ao corte transversal e os regressores, ou ainda com as variáveis explicativas, onde a pressuposição é de que ambos não estejam correlacionados; sendo assim, o modelo de efeito aleatório é adequado. No caso, porém, de ambos serem correlacionados, então o modelo de efeito fixo é o mais apropriado (GUJARATI, 2006).

Para que se possa tomar a decisão de qual modelo - fixo ou aleatório - utilizar, a deliberação fundamenta-se no fato de os a_i serem entendidos como parâmetros a serem estimados ou como resultados de uma variável aleatória (WOOLDRIDGE, 2006).

Para Judge et al. (1982), existem três premissas para se optar pela escolha do modelo apropriado: a primeira premissa considera que, em amostras com N (número de unidades) grande e T (número de dados das séries temporais) pequeno, as estimativas que se obtêm com o uso dos dois modelos podem ser significativamente diferentes.

A segunda premissa estima que, se o componente de erro individual estiver correlacionado com uma ou mais variáveis explicativas, os estimadores do modelo de efeito aleatório serão viesados e os modelos de efeito fixo serão não viesados.

A terceira premissa institui que os estimadores do modelo efeito aleatório serão mais eficientes do que os estimadores do modelo efeito fixo, em que dados T maior ou igual a 3 e (N - K) maior ou igual a 9; mantém-se pois, esta premissa (JUDGE et al., 1982).

Para identificar qual é o modelo mais apropriado para este estudo, testaram-se as hipóteses utilizando-se para tanto, os testes de Breusch-Pagan e de Hausman, conforme segue:

Teste de Breusch-Pagan:

$H_0 : \text{Var} (\mu_i) = 0 \rightarrow$ Hipótese nula: as intercepções não diferem entre si, isto é, o estimador *Pooled – OLS* é adequado.

$H_1 : \text{Var} (\mu_i) \neq 0 \rightarrow$ Hipótese alternativa: as intercepções diferem entre si, isto é, o estimador de efeito aleatório, GLS é o mais adequado.

Teste de Hausmam:

$H_0 :$ Hipótese nula: O erro não é correlacionado entre si, isto é o estimador de efeito aleatório é preferível.

$H_1 :$ Hipótese alternativa: O erro é correlacionado entre si, isto é o estimador de efeito fixo é preferível.

O quadro 7 evidencia os testes para demonstrar qual dos modelos é o mais apropriado.

Quadro 7 – Teste de Breusch-Pagan e Hausman

'Por dentro' da variância = 1,03767 'Por entre' a variância = 0,125962 Teste de Breusch-Pagan - Hipótese nula: Variância do erro de unidade-específica = 0 Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(1) = 0,166951 com p-valor = 0,682836 Teste de Hausman - Hipótese nula: As estimativas GLS são consistentes. Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(2) = 7,20332 com p-valor = 0,514863. Sendo assim o modelo mais apropriado é o modelo de <i>Efeito Aleatório</i> .

Fonte: Elaborado pelo Autor

A estatística do teste de Hausman evidenciou um Qui-Quadrado(2) = 7,20332, sendo que o *p-value* = 0,514863, levando à aceitação da hipótese nula (efeito aleatório) e rejeição da hipótese alternativa, ou seja, as estimativas MQG são consistentes. Entretanto, a estatística do teste Breusch-Pagan para o modelo foi o Qui-Quadrado(1) = 0,166951, sendo o *p-value* = 0,682836, o que leva à aceitação da hipótese nula referente à característica da variância do erro da unidade específica = 0, o que indica que o modelo pooled é o mais adequado.

4.5 ANÁLISE DO PAINEL BINÁRIO DE DADOS

Para alcançar o objetivo proposto nesta tese, que foi evidenciar os fatores que possam influenciar na escolha da estratégia para a forma de investimento no crescimento das indústrias brasileiras, ou seja, investimento em crescimento orgânico ou investimento em crescimento inorgânico, foram aplicados os modelos de regressões com dados em painel estático, não balanceado com efeito fixo, efeito aleatório e *Pooled*, a fim de se testar os efeitos das variáveis exógenas do modelo, conforme as hipóteses declaradas na metodologia.

No modelo de efeito fixo, a variável que apresentou significância ao nível de 5% foi a Log_Ven (logarítimo das vendas) com um *p-value* = 0,016 e com sinal estimador positivo. A variável Fol_Fin (folga financeira) apresentou significância ao nível próximo de 10%, também com sinal estimador positivo. Estas variáveis foram consideradas como fator determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico.

No modelo *Pooled*, somente a variável Fol_Fin (folga financeira) apresentou significância ao nível de 5% com $p\text{-value} = 0,000$, além de sinal estimador positivo, sendo considerada como fator determinante para escolha da forma de investimento em crescimento.

Assim como no *Pooled*, o modelo de efeito aleatório também apresentou a variável Fol_Fin (folga financeira) com significância ao nível de 5% com $p\text{-value} = 0,012$ e sinal estimador positivo, também sendo considerada como fator determinante para escolha da forma de investimento em crescimento.

Após os testes de Breusch-Pagan e Hausman, o modelo que se apresentou como sendo o mais adequado pelo teste das hipóteses foi o modelo de Efeitos Aleatórios – EA e Mínimos Quadrados Generalizados – MQG (*Generalized Least Squares – GLS*), sendo comprovadamente o mais adequado para o estudo com painel binário não balanceado para as indústrias brasileiras de capital aberto, componentes da amostra.

O quadro 8 apresenta os resultados das regressões do Efeito Aleatório:

Quadro 8 - Modelo 2: Efeito Aleatório usando 830 observações

Variáveis	Coefficiente	Std Err	z	P>z	95% Conf	Interval
Const	-13,1773	2,945	-4,47	<0,000 ***	-18,9494	-74051
Gr_Rent	-0,0325	0,1729	-0,19	0,851	-0,3716	0,3064
Ris_Neg	0,7333	2,0397	0,36	0,719	-3,2645	4,7311
Fol_Fin	0,3582	0,1426	2,51	0,012***	0,0786	0,6379
Ris_Fal	-0,2585	0,0704	-0,37	0,714	-0,1639	0,1122
Niv_End	-0,2835	0,3164	-0,90	0,370	-0,9037	0,3367
Log_Ven	0,9508	0,7537	1,26	0,207	-0,5265	2,4282
Log_At	0,7741	0,7648	1,01	0,311	-0,7248	2,2731
Q_Tobin	0,0010	0,0041	0,26	0,795	-0,0070	0,0092

Fonte: Elaborado pelo autor

No painel binário, as variáveis exógenas significantes foram: Fol_Fin (folga financeira), pelo efeito aleatório com $p\text{-value}$ de 0,012 e de 0,000 no GEE *Pooled* conforme evidenciado no Quadro 6. O Log_Ven (logarítimo das vendas) ao nível de 95% de confiabilidade com $p\text{-value}$ de 0,016 foi evidenciado no Efeito Fixo. As demais variáveis não foram significantes a 5%, porém o modelo de Efeito Aleatório se apresenta estatisticamente mais adequado conforme o teste Hausman.

As variáveis que não foram significantes para explicar a estratégia de investimento por meio da forma de crescimento foram: Gr_Rent (grau de rentabilidade), Ris_Neg (risco do negócio), Ris_Fal (risco de falência), Niv_End (nível de endividamento), Log_Ven (Logarítimo das vendas) no modelo de efeito aleatório, Log_At (logarítimo dos ativos) e Q_Tobin (Q de Tobin).

Quanto ao sinal, as variáveis Gr_Rent (grau de rentabilidade), Ris_Fal (risco de falência), e Niv_End (nível de endividamento) apresentaram-se de forma negativa, enquanto que as demais, de forma positiva.

Uma das limitações apontadas nesta pesquisa está relacionada com a escolha das variáveis explicativas para este estudo, que foram selecionadas com base em outras pesquisas empíricas correlacionadas, levando em consideração o caráter exploratório desta tese.

Quanto às hipóteses da pesquisa apresentam-se os seguintes resultados para o **Painel Binário**:

A hipótese H_1 foi rejeitada, levando a aceitação da hipótese alternativa onde a rentabilidade não é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

Em síntese, para este estudo a variável Gr_Rent (Grau de Rentabilidade) apresentou sinal estimador negativo e resultado com um *p-value* de 0,851, ou seja, não significativo ao nível de 5%. Portanto, não foi considerada como um dos fatores determinantes para escolher a forma de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico nas indústrias brasileiras, uma vez que não tem efeito estatístico.

A hipótese H_2 foi rejeitada, pois conforme evidenciado no quadro 8, a escolha da forma de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico mesmo tendo sinal estimado positivo não foi significativa, após ser testada por meio da variável Ris_Neg (risco do negócio).

A rejeição da hipótese H_2 leva a aceitação da hipótese alternativa onde o risco do negócio não foi considerado como um dos fatores determinantes para se escolher a forma de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico nas indústrias, pois apresentou resultado estatisticamente insignificante com um *p-value* de 0,719, muito maior que o nível de significância de 5%.

A hipótese H_3 foi aceita, evidenciando que existe significância ao nível de 5%. Verificou-se também que o sinal estimado é positivo, evidenciando que ao aceitar esta

hipótese, parte-se do princípio que há uma relação direta entre a folga financeira com a forma de investimento em crescimento.

Conforme o propósito deste estudo, identificar fatores que podem ser determinantes para a escolha da forma de investimento em crescimento, a variável *Fol_Fin* (folga financeira) foi considerada estatisticamente como um dos fatores determinantes para escolher a forma de investimento em crescimento das indústrias brasileiras, pois apresentou um *p-value* de 0,012, com nível de significância a 5%.

A hipótese H_4 foi rejeitada, levando a aceitação da hipótese alternativa onde o *Ris_Fal* (risco de falência) não é significativo para a escolha da forma de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico nas indústrias brasileiras ao nível de 5%. Verificou-se que esta variável tem sinal estimado negativo nas indústrias brasileiras.

A rejeição da hipótese H_4 com a variável *Ris_Fal*, leva a crer que o risco de falência não é considerado estatisticamente como determinante para escolha a forma de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico nas indústrias, pois apresentou um *p-value* de 0,714, muito além do nível de significância de 5%.

A hipótese H_5 foi rejeitada, pois não possui significância ao nível de 5%. Seu coeficiente apresentou sinal estimado negativo, verificado por meio da variável *Niv_End* (nível de endividamento). O *p-value* dessa variável foi 0,370, portanto não é estatisticamente considerada relevante. A rejeição da hipótese nula leva a aceitação da hipótese alternativa de que o nível de endividamento não é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

A hipótese H_6 foi rejeitada, uma vez que apresentou sinal estimado positivo e demonstrou não ser significativo ao nível de 5%, evidenciando que ao rejeitar esta hipótese nula, aceita-se a hipótese alternativa onde o tamanho das vendas não é um fator determinante para escolher a forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras pelo painel binário, pois apresentou um *p-value* de 0,207, considerado não significativo estatisticamente.

A hipótese H_7 foi rejeitada, pois o sinal estimado encontrado foi positivo e insignificante, o que leva a aceitação da hipótese alternativa onde o tamanho dos ativos da investidora não é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras. Neste estudo, a variável *Log_At* (logaritmo dos ativos) apresentou um *p-value* de 0,311, o qual não foi considerado com efeito estatístico significativo.

A hipótese H_8 foi rejeitada, pois conforme demonstra o quadro 8, verificou-se sinal estimado positivo e não significativo ao nível de 5% com um *p-value* de 0,795. Com esse resultado a variável Tobins'Q (Q de Tobin) não foi considerada estatisticamente relevante.

A rejeição da hipótese nula leva a aceitação da hipótese alternativa onde a intangibilidade dos ativos, medida pelo Tobins'Q (Q de Tobin) não é determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

4.6 MODELAGEM DO LOGIT MULTINOMIAL

Neste estudo, a definição da variável dependente para análise pela modelagem Logit Multinomial se deu por meio de vetores definidos como regressores a partir de quatro dicotomias de formas de crescimento: 1 para crescimento orgânico, 2 para crescimento inorgânico, 3 para crescimento orgânico e inorgânico, e 4 para nenhuma forma de crescimento. Partindo-se desse pressuposto, foi necessária a utilização do Logit Multinomial para fazer inferência em cada forma de crescimento para verificar as características de cada uma, em relação à semelhança entre os vetores.

O quadro 9 evidencia o resultado encontrado conforme o modelo do Logit Multinomial, com erro padrão robusto.

<i>Forma_de_Cresc = 1</i>						
Variáveis	<i>Coefficiente</i>	<i>Std Err</i>	<i>z</i>	<i>P>z</i>	<i>95% Conf</i>	<i>Interval</i>
Const	-.5,3453	1,0197	-5,24	<0,000 ***	-7,3440	-3,3465
Gr_Rent	0,0228	0,0212	1,07	0,283	-0,0188	0,0645
Ris_Neg	-0,4311	1,0584	-0,41	0,684	-2,5056	1,6433
Fol_Fin	0,1601	0,1231	1,30	0,193	-0,8122	0,4015
Ris_Fal	0,0105	0,0266	0,40	0,692	-0,0416	0,0626
Niv_End	-0,1879	0,2195	-0,86	0,392	-0,6182	0,2423
Log_Ven	0,4034	0,4152	0,97	0,331	-0,4104	1,2173
Log_At	0,2396	0,4540	0,53	0,598	-0,6503	1,1296
Q_Tobin	-0,0042	0,0037	-1,16	0,247	-0,0115	0,0029
<i>Forma_de_Cresc = 2</i>						
Variáveis	<i>Coefficiente</i>	<i>Std Err</i>	<i>z</i>	<i>P>z</i>	<i>95% Conf</i>	<i>Interval</i>
Const	-19,8593	4,9133	-4,04	<0,000 ***	-29,4893	-102293
Gr_Rent	-0,1743	0,0885	-1,97	0,049***	-0,3479	-0,0008
Ris_Neg	0,3396	2,6874	0,13	0,899	-4,9276	5,6068
Fol_Fin	0,4539	0,2037	2,23	0,026***	0,0546	0,8533
Ris_Fal	0,0758	0,1336	0,57	0,570	-0,1861	0,3379
Niv_End	-0,0403	0,2820	-0,14	0,886	-0,5930	0,5124
Log_Ven	3,2119	0,8420	3,81	0,000***	1,5615	4,8623
Log_At	-0,7621	0,5736	-1,33	0,184	-1,8864	0,3621
Q_Tobin	0,0380	0,0315	-1,20	0,228	-0,0999	0,0238
<i>Forma_de_Cresc = 3</i>						
Variáveis	<i>Coefficiente</i>	<i>Std Err</i>	<i>z</i>	<i>P>z</i>	<i>95% Conf</i>	<i>Interval</i>
Const	-9,4155	1,5862	-5,94	<0,000 ***	-12,5246	-6,3064
Gr_Rent	-0,0123	0,0210	-0,58	0,560	-0,0534	0,0289
Ris_Neg	0,7557	0,8365	0,90	0,366	-0,8837	2,3953
Fol_Fin	0,3755	0,1201	3,13	0,002***	0,1401	0,6110
Ris_Fal	0,0457	0,0240	-1,90	0,057*	-0,0929	0,0014
Niv_End	-0,3784	0,3416	-1,11	0,268	-1,0480	0,2910
Log_Ven	0,4244	0,5509	0,77	0,441	-0,6554	1,5043
Log_At	0,7459	0,5264	1,42	0,157	-2,2859	1,7778
Q_Tobin	0,0000	0,0025	0,30	0,765	-0,0042	0,0058
<i>Forma_de_Cresc = 4 (base autcome)</i>						

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme descrito na metodologia, foi aplicado o teste para verificar a verossimilhança com as seguintes hipóteses:

H_0 : Presença de semelhança entre os vetores

H_1 : Ausência de semelhança entre os vetores

No teste de razão de verossimilhança identificou-se um $p\text{-value} = 0,0000$, levando a aceitar a hipótese alternativa H_1 , que diz que há ausência de semelhança das variáveis entre os vetores que identificam a forma de crescimento das indústrias brasileiras.

Estatisticamente em cada forma de crescimento os vetores têm uma tendência a se comportarem de forma diferente em comparação com as variáveis do vetor 4 (nenhuma forma de crescimento). As únicas exceções de ausência de semelhança se deu no vetor 2 (crescimento inorgânico) com as variáveis na seguinte ordem de significância a 5%: Log_Ven (logarítimo das vendas) com um $p\text{-value} = 0,000$, Fol_Fin (folga financeira) com um $p\text{-value} = 0,026$, e Gr_Rent (grau de rentabilidade) com $p\text{-value} = 0,049$.

Nas variáveis Log_Ven (logarítimo das vendas) e Fol_Fin (folga financeira) verificou-se sinal estimado positivo, o que leva a crer que quanto maior forem essas variáveis, a escolha da forma de crescimento se aproxima do crescimento inorgânico. Já a variável Gr_Rent (grau de rentabilidade) apresentou sinal estimador negativo, levando a concluir que quanto maior for essa variável, mais improvável é a escolha da forma de crescimento inorgânico.

No vetor 3 (crescimento orgânico e inorgânico), as variáveis que apresentaram significância foram Fol_Fin (folga financeira) com sinal estimador positivo e significância de 5% com um $p\text{-value} = 0,002$, levando a crer que quanto maior for a folga financeira, a forma apropriada de crescimento será o orgânico e o inorgânico. A variável Ris_Fal (risco de falência) também se apresenta com significância no limite dos 5%, com $p\text{-value} = 0,057$, entretanto com sinal estimador negativo, levando a crer que quanto maior for o risco de falência, menor a probabilidade de crescimento ser orgânico ou inorgânico.

O Logit Multinomial foi comparado com o modelo de efeito aleatório do painel binomial, ratificando a utilização do modelo de *Pooled*, o qual foi utilizado para testar o efeito das variáveis.

4.7 RECOMENDAÇÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

Esta tese surge como primeiro trabalho a estudar fatores que influenciam na escolha da forma de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico nas indústrias brasileiras de capital aberto, portanto passiva de futuras discussões e novas pesquisas.

Portanto, como sugestão para estudos posteriores, com base nas limitações desta pesquisa, sugere-se ampliar a amostra, estendendo-a a todas as empresas de capital aberto do Brasil, podendo ampliar a pesquisa a nível internacional, fazendo comparações com outros países ou blocos comerciais.

Os resultados obtidos com esta pesquisa apontam que nem todas as variáveis exógenas do estudo apresentaram resultados relevantes, indicando que não são fatores para a escolha da forma de investimento em crescimento.

Uma das limitações deste estudo foi o fato de considerarmos o “anúncio” de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico, sem levar em consideração se os reflexos financeiros dessas escolhas foram positivos ou negativos em relação ao retorno. Entende-se que essa possibilidade pode abrir novas oportunidades para futuras investigações.

Considerou-se ainda como limitação do estudo, a questão relacionada às fontes dos investimentos, ou seja, não foram abordadas as origens dos recursos (próprios ou de terceiros) anunciados como investimento em crescimento orgânico ou inorgânico. Isto poderá acarretar diferenças nos resultados de pesquisas futuras, caso esta abordagem venha a ser realizada.

5 CONCLUSÕES

O conceito de crescimento de uma empresa é a representação da expansão de seu negócio obtido por meio do aumento da sua produção, melhorando a experiência, abrindo novos mercados e vendas, da inovação, lançamento de novos produtos, compromisso dos gestores e empregados das empresas, diversificação, entre outros. Essa expansão pode ocorrer por meio do crescimento orgânico ou inorgânico.

Nesta tese a forma de *Crescimento Orgânico - CO* (em inglês *Organic Growth*) foi considerada como crescer construindo novas plantas, criando mercado pela própria firma – crescimento do núcleo da empresa; a forma de *Crescimento Inorgânico - CI* (em inglês *Inorganic Growth*), por sua vez, foi considerada como crescer adquirindo plantas de outras firmas, com mercados já existentes, por meio de Aquisições de empresas.

A princípio, essas duas formas de crescimento das empresas podem ser complementares na evolução no longo prazo das empresas (WESTON, SIU e JOHNSON, 2001).

Teorias de economia, finanças e estratégias têm suscitado motivos que levam as firmas a escolher, como alternativas para crescimento, as operações com Aquisições. De acordo com Capron e Pistre (2002), alguns desses motivos estão inseridos no aumento do poder de Mercado, promoção de sinergia operacional e financeira, aproveitamento de ganhos com impostos e superação de gerenciamento com objetivos ineficientes.

Tido como um desafio ao longo do tempo, o crescimento orgânico, assim como as fusões e aquisições, representam para as empresas extraordinário crescimento em receitas e ganhos.

Estudos relacionados ao crescimento orgânico se referem à posição estratégica do crescimento orgânico e medição do desempenho financeira por meio do crescimento orgânico.

Entretanto, nem a literatura estratégica, nem a literatura econômico-financeira têm explicado por completo a influência do investimento em crescimento orgânico ou investimento em crescimento inorgânico no desempenho da firma.

Partindo-se do pressuposto de expansão da firma, esta tese buscou responder ao seguinte problema de pesquisa: Existem fatores determinantes para a escolha entre investimento em crescimento orgânico e investimento em crescimento inorgânico como alternativas de expansão das empresas?

Buscou-se neste estudo estruturar a fundamentação teórica para dar suporte à base empírica do estudo em consonância com a apresentação do problema da pesquisa, buscando nesta etapa os constructos de crescimento orgânico e crescimento inorgânico das firmas.

O objetivo principal desta tese foi evidenciar se existem fatores que podem ser determinantes para a escolha da forma de investimento no crescimento das indústrias brasileiras, ou seja, investimento em crescimento orgânico ou investimento em crescimento inorgânico.

Abordou-se no tópico 2.1 a teoria da agência, a qual tem sido objeto de diversos estudos teóricos e empíricos, o que levou à construção das hipóteses H₁, H₂, H₃, H₄ e H₅. As variáveis independentes utilizadas para testar essas hipóteses foram respectivamente: Gr_Rent (grau de rentabilidade), Ris_Neg (risco do negócio), Fol_Fin (folga financeira), Ris_Fal (risco de falência) e Niv_End (nível de endividamento).

Com a teoria abordada no tópico 2.2 da fundamentação teórica, que tratou da teoria do crescimento da firma, construiu-se a hipótese H₆ utilizando como variável dependente o Log_Ven (logarítimo das vendas).

O item 2.3 da fundamentação teórica tratou da teoria do custo de transação no tamanho da firma, levando a elaboração da hipótese H₇, a qual foi testada por meio da variável independente Log_At (logarítimo dos ativos).

A hipótese H₈ foi construída a partir da fundamentação teórica desenvolvida no item 2.4, que tratou da *resource-based view*, teoria testada através da utilização da variável independente Tobin's_Q (Q de Tobin).

Todas essas hipóteses foram testadas em um primeiro momento por meio do modelo econométrico de *Painel Binário de dados* com a variável dependente binária utilizando o vetor (0) para crescimento orgânico e o vetor (1) para crescimento inorgânico no modelo de regressão com dados em painel estático, não balanceado com efeito fixo, efeito aleatório e *Pooled*.

Em síntese, no modelo de efeito fixo a variável que apresentou significância ao nível de 5% foi a variável Log_Ven (logarítimo das vendas) com um *p-value* = 0,016 e com sinal do coeficiente positivo. A variável Fol_Fin (folga financeira) apresentou significância ao nível próximo de 10% também com sinal do coeficiente positivo. Estas variáveis foram consideradas como fator determinante para a escolha da forma de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico.

No modelo *Pooled* somente a variável Fol_Fin (folga financeira) apresentou significância ao nível de 5% com $p\text{-value} = 0,000$ e sinal do coeficiente positivo, sendo considerada como fator determinante para escolha da forma de investimento em crescimento.

Assim como no modelo *Pooled*, o modelo de efeito aleatório também apresentou a variável Fol_Fin (folga financeira) com significância ao nível de 5% com $p\text{-value} = 0,012$ e sinal do coeficiente positivo, também sendo considerada como fator determinante para escolha da forma de investimento em crescimento.

Em um segundo momento realizou-se a análise dos dados por meio do modelo econométrico *Logit Multinomial* com erro padrão robusto. Neste modelo, a definição da variável dependente se deu por meio de vetores definidos como regressores a partir de quatro dicotomias de formas de crescimento (1 para crescimento orgânico, 2 para crescimento inorgânico, 3 para crescimento orgânico e inorgânico, e 4 para nenhuma forma de crescimento).

A significância se deu no vetor 2 (crescimento inorgânico) com as variáveis na seguinte ordem a 5%: Log_Ven (logarítimo das vendas) com um $p\text{-value} = 0,000$, Fol_Fin (folga financeira) com um $p\text{-value} = 0,026$, e Gr_Rent (grau de rentabilidade) com $p\text{-value} = 0,049$ e significância de 5%. Essas variáveis foram consideradas estatisticamente como fatores determinantes para a escolha da forma de investimento em crescimento inorgânico nas indústrias brasileiras.

No vetor 3 (crescimento orgânico e inorgânico), as variáveis que apresentaram significância foram Fol_Fin (folga financeira) com sinal do coeficiente positivo e significância de 5% com um $p\text{-value} = 0,002$, levando a crer que quanto maior a folga financeira, a forma de crescimento será apropriada para as duas situações.

A proposta de estudo apresentada nesta tese mostra-se coerente, pois buscou entender se existem fatores que podem influenciar a escolha da forma de investimento nas indústrias brasileiras.

Para tanto, se constituiu uma amostra com 93 empresas do setor industrial brasileiro e de capital aberto que tiveram pelo menos uma das formas de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico no período de 1995 a 2008.

Os resultados desta pesquisa em termos gerais contribuem para elucidar a questão proposta inicialmente, oferecendo evidências empíricas da relação a alguns fatores que são determinantes para a escolha da forma de investimento em crescimento orgânico ou inorgânico nas indústrias brasileiras.

Portanto, conclui-se que realmente existem fatores que determinam ou direcionam qual decisão sobre a forma de investimento em crescimento nas indústrias brasileiras.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAHAMSON, E. **Management fashion**. *Academy of management review*. v.21, p.254-285, 1996.

AHUJA, G; KATILA, R. **Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: a longitudinal study**. *Strategic Management Journal* 22(3): 197–220. 2001.

ALCHIAN, A.A.; DEMSETZ, H. **Production information costs, and economic organization**, *American Economic Review*, v. LXII, p. 777-95, 1972.

AMIT, R.; SHOEMAKER, P.J. **Strategic assets and organizational rent**. *Strategic Management Journal*. V.14, p.33-46, 1993.

ANDREWS, K. R. **The concept of corporate strategy**. Homewood: Dow Jones-Irwin, 1971.

ANG, J.; CHUA, J. e MCCONNEL, J. **The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note**. *Journal of Finance*, v.27, n.1, March 1982, p.219-226.

ANSOFF, H. I. **Corporate Strategy**. New York: Mc Graw Hill, 1965, p. 105-116.

ARELLANO, M. **Panel data econometrics**. Oxford University Press, 2003.

ARELLANO, M.; BOND, S. **Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations**, *Review of Economic Studies*, 58: 277-297, 1991.

ASQUITH, P. **Merger bids, uncertainly and stock holder returns**. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 51-83. 1983.

ASQUITH, P.; BRUNER, R.; MULLINS, D.W. **The gains to bidding firms from mergers**. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 121-139. 1983.

BALAKRISHNAN S.; FOX, I. **Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure**. *Strategic Management Journal* 14(1): 3–16. 1993.

BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of Panel Data**, New York: John Wiley e Sons. 2002.

BARNEY, J. **Gaing and sustaining competitive advantage**. New Jersey. Prentice Hall, 2002.

BARNEY, J.B. **Firm resources and sustained competitive advantage**. *Journal of Management*, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991.

BARNEY, J.B.; ARIKAN, A.M. **The resource-based view: origins and implications**. In HITT, M.A.; FREEMAN, R.E.; HARRISON, J.S. (ed) *Handbook of Strategic Management*. Oxford: Blackwell, 2001.

BARNEY, J.B.; CLARK, D.N. **Resource-Based Theory: Creating and Sustaining Competitive Advantage**, New York, Oxford, 2007.

BARTON, S.L; GORDON, J.P. **Corporate strategic: useful perspective for the study of capital structure?** *Academy of Management Review*, 12: 67-75. 1987.

BAXTER, N. **Leverage, Risk of Ruin and The Cost of Capital.** *Journal of Finance*, v.22, n.3, September 1967, p.395-403.

BERGER, P; OFEK, E. **Bustup takeovers of valuedestroying diversified firms.** *Journal of Finance* 51:1175–1200, 1996.

BERGER, P; OFEK, E. **Causes and effects of corporate refocusing programs.** *Review of Financial Studies* 12(2): 311–345, 1999.

BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M.P. **Motives for takeovers: an empirical investigation.** *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.28, n.3, 1993.

BERLE Jr., A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and privaty property.** New York: MacMillan, 1932.

BESANKO, David et al. **Economics of strategy.** 3rd ed. EUA: John Wiley & Sons, 2004.

BETHEL, J; LIEBESKIND, J. The effects of ownership structure on corporate restructuring. *Strategic Management Journal*, Summer Special Issue 14(1): 15–31, 1993.

BHAGAT, S.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. **Hostile takeovers in the 1980s - The return to corporate specialization.** *Brookings Papers on Economic Activity*, Special issue-Microeconomics: 1–72. 1990.

BLACK, F. **Capital market equilibrium with restricted borrowing.** *Journal of Business*, 45, 444-454. 1972.

BLACKWELL, D.W.; MARR, M.W.; SPIVEY, M.F. **Plant-closing decisions and the market value of the firm.** *Journal of Financial Economics*, Amsterdã, v.26, n.2, p.277-288, Aug. 1990.

BLOIS, K.J. **Vertical quasi-integration.** *Journal of Industrial Economics*. vol.20; pp.253-272. 1972.

BLOSE, L.E.; SHIEH, J.C.P. **Tobin.s q-Ratio and market reaction to capital investment annouements.** *The Financial Review*, Tallahassee, v.32, n.3, p.449-457, Aug. 1997.

BOEKER, W. **Organizational origins:** Entrepreneurial and environmental imprinting at the time of founding. In G. Carrol (Ed.), *Ecological models of organizations*: 33-51. Cambridge, Mass.: Ballinger Publishing. 1988.

BORODZICZ, E. P. **Risk, crisis and management.** New York: John Wiley & Sons. 2005

BRADLEY, M.; DESAI, A.; KIM, E.H. **Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between stockholders of target and acquaring firms.** *Journal of Financial Economics*,21(1), 3-40. 1988.

BRADLEY, M.; DESAI, A.; KIM, E.H. **The rationale behind interfirm tender offers information or synergy?** Journal of Financial Economics, 11(1-4), 183-206. 1983.

BRADLEY, M.; JARRELL, G.A. e KIM, E.H. **On The Existence of Optimal Capital Structure: Theory And Evidence.** Journal of Finance, v.39, n.3, July 1984, p.857-880.

BRAV, A.; HEALTON, J.B. **Competing theories of financial anomalies.** The Review of Financial Studies., v. 15, n. 2 Special Issue: Conference on market frictions and behavioral finance. p.575-606, 2002.

BREALEY A.R.; MYERS C.S. **Principles of Corporate Finance.** 7.^a ed. McGraw-Hill, 2005.

BRIGHAM, E.F.; GAPENSKI, L.C. **Financial Management Theory and Practice.** Eighth Edition. The Dryden Press. 1997.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Financial management: theory and practice.** 11th ed. Mason, OH: Thomson South-Western, 2005.

BROUTHERS, K.D.; BROUTHERS, L.E. **Acquisition or Greenfield start-up?** Institutional, cultural and transaction cost influences. Strategic Management Journal, v.21, n.1, 2000.

BRUNI, A.L.; FAMA, R. **Mercados eficientes, CAPM e anomalias:** Uma análise das ações negociadas na bovespa (1988-1996). III Semead, FEA/USP. 1998.

BUCKLEY, P.J.; e MICHIE, J. **Firms, Organizations and Contracts,** Oxford University Press, Oxford, 1996.

CABRAL, L. **introduction to industrial organization.** MIT Press Ltd, 2000.

CAMARGOS, M. A. BARBOSA, F. V. **Fusões, aquisições e takeovers:** um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. Caderno de Pesquisas em Administração, v.10, n.2. São Paulo: abril/junho, 2003.

CAMARGOS, M.A. **Análise Empírica da Hipótese da Maximização da Riqueza dos Acionistas nos Processos de Fusão e Aquisição Ocorridos no Mercado Capitais Brasileiro pós-Plano Real.** II Encuentro Internacional de Finanzas. Universidade Del Chile: Santiago, 2002.

CAMARGOS, Marcos A.; COUTINHO, E. Senra. **A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições:** uma análise de suas interfaces. RAC-Eletrônica, Curitiba, v. 2, n. 2, art. 7, p. 273-295, Maio/Ago. 2008.

CAPRON, L.; PISTRE, N. **When do acquirers earn abnormal returns?** Strategic Management Journal, v.23, n.9, p.781-794, 2002.

CARTON, Robert B., HOFER, Charles W. **Measuring Organizational Performance,** Cheltenham, UK. Edward Elgar, 2006.

CHAFFEE, E. **Three Modes of Strategy.** Academy of Management Review, 10, 89-98. 1985.

CHAKRAVARTHY, B.S. **Adaptation**: a promising metaphor for strategic management. *Academy of Management Review*, v. 07, n. 1, p. 35-44, 1982.

CHAN, S.H.; GAU, G.W.; WANG, K. **Stock market reaction to capital investment decisions: evidence from business relocations**. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Seattle, v.30, n.1, p.81-100, Mar. 1995.

CHAN, S.H.; KENSINGER, J.W.; MARTIN, J.D. **Corporate research and development expenditures and share value**. *Journal of Financial Economics*, Amsterdã, v.26, n.2, p.255-276, Aug. 1990.

CHANDLER, A. **Scale and scope**: the dynamics of Industrial capitalism. Harvard: Belknap, 1990.

CHANDLER, A.D. **Strategy and Structure**. Cambridge, MA: MIT Press, 1962.

CHATTERJEE S. **Excess resources, utilization costs, and mode of entry**. *Academy of Management Journal* 33: 780–800. 1990.

CHATTERJEE S. **Types of synergy and economic value**: the impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal*, v.7, n.2, p.119-139, 1986.

CHEN, S.S.; HO, K.W. **Market response to product-strategy and capital expenditure announcements in Singapore: investments opportunities and free cash flow**. *Financial Management*, Tampa, v.26, n.3, p.82-88, Autumn 1997.

CHENG, Yung-Ming. **Determinants of FDI mode choice**: Acquisition, Brownfield, and Greenfield entry in foreign markets. *Canadian Journal of Administrative Sciences Revue* 23(3). 00-00. 2006.

CHEUNG, S.N.S. **The contractual nature firm**. *Journal of Law and Economics*, vol.26, pp. 1-21. 1983.

CHILD, John. **Organizational structure, environment and performance**: the role of strategic choice. *Sociology*, v.6, p. 2-22, 1972.

CHUNG, K.H.; WRIGHT, P.; CHAROENWONG, C. **Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions**. *Journal of Banking & Finance*, Amsterdã, v.22, n.1, p.41-60, Jan. 1998.

COASE, R. H. **The nature of the firm**. *Economica*, 4(16), 386-405. 1937.

COPELAND, T.E.; WESTON, F.J. **Financial theory and corporate policy**. Reimpressão da 3a. edição. Nova Iorque: Addison Wesley. 1992.

CORREA, C.A.; BASSO, L.F.C.; NAKAMURA, W.T. **A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras**: análise empírica das teorias de *pecking order e trade-off*, usando *panel data*. XXXI encontro Enanpad. Rio de Janeiro, 2007.

COTTRELL, A.; LUCCHETT, R.J. **Gnu regression, econometrics and time-series library**. Gretl, 2010.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas: teoria e prática**. 2.^a ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DAY, G. **Closing the growth gap: Balancing big I and small I innovation**. University of Pennsylvania Philadelphia, 2007.

DEANGELO, H.; RICE, E.M. **Antitakeover charter amendments and stockholder wealth**. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 329-359. 1983.

DEMSETZ, H. **The Emerging Theory of the Firm**, *Acta Universitatis Upsaliensis*, Upsala, 1992.

DEMSETZ, H. **The Theory of the Firm Revisited**, em: Williamson, O. E. e S. Winter (eds), "The Nature of the Firm, Origin, Evolution and Development", Oxford University Press, Oxford, 1993.

DENIS, D.J.; DENIS, D.K.; SARIN, A. **Agency problems, equity ownership, and corporate diversification**. *The Journal of Finance*, 52(1), 135-160. 1997.

DENNIS, D.K.; MCCONNELL, J.J. **Corporate mergers and security returns**. *Journal of Financial Economics*, 16(2), 143-187. 1986.

DIERICKX, I.; COOL, K. **Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage**. *Management Science*, v. 35, n. 12, p. 1504-1511, 1989.

DODD, P. RUBACK, R. **Tender offers and stockholders returns: an empirical analysis**. *Journal of Financial Economics*, p.351-373, 1977.

DODD, P. **Merger proposal, management discretion and stockholder wealth**. *Journal of Financial Economics*, 8(2), 105-137. 1980.

DUHAIME, I; GRANT, J. **Factors influencing divestment decision-making: evidence from a field study**. *Strategic Management Journal* 5(4): 301-318, 1984.

DYER, J.H. **Effective Interfirm collaboration: How firms minimize transaction costs and maximize transaction value**. *Strategic Management Journal*. Vol.18:7, p.535-556, Aug. 1997.

ECKBO, B.E. **Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth**. *Journal of Financial Economic*, v.11,pp.241-273, 1993.

ELAYAN, F.A. **The announcement effect of real estate joint ventures on returns to stockholders: An Empirical Investigation**. *Journal of Real Estate Research*, v.8, n.1, p.13-27, 1993.

ELY, D.P.; SONG, M.H. **Acquisition activity of large depository institutions in the 1990s: an empirical analysis of motives**. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40(5), 467-484. 2000.

FAMA, E.F. **Efficient capital markets: a review of theory and empirical work**. *Journal of Finance*, maio, pp. 383-417. 1970.

FAMÁ, R. **Retorno sobre o investimento:** sua utilização no Brasil, face à inflação e à evolução da legislação sobre a correção monetária nos demonstrativos financeiros. Dissertação (Mestrado em Administração) FEA-USP, 1980

FAMÁ, R.; KAYO, E.K. **Teoria da agencia e crescimento:** Evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. Caderno de Pesquisa em Administração. v.2 n.º5, PP. 1-8, 1997.

FAMÁ, R.; PEROBELLI, F.F. **Fatores determinantes da estrutura de capital:** Aplicação a empresas de capital aberto no Brasil. Anais do Primeiro Encontro Brasileiro de Finanças. São Paulo, 2001.

FARINA, E.M.M.Q.; AZEVEDO, P.F.A.; SAES, M.S.M. **Competitividade:** mercado, estado e organizações. São Paulo: Editora Singular, 1997.

FIRTH, M. **Takeovers shareholders returns, and the theory of the firm.** The Quarterly Journal of Economics, 94(2), 235-260. 1980.

FOSS, N.J.; LANDO, H.; e THOMSEN, S. **The Theory of the firm**, em Bouckaert, B. e G. De Geert (eds), "Encyclopedia of Law and Economics", (também disponível em <http://allserv.rug.ac.be/~gdegest>) Edward Elgas, 2000.

FRANK, M.Z. e GOYAL, V.K. **Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure.** Journal of Financial Economics, v.67, n.2, February 2003, p.217-248.

FRANKS, J.R.; HARRIS, R.S. **Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-85.** Journal of Financial Economics, 23(2), 225-249. 1989.

FURUBOTN, E.; RICHTER, G.E.R. **Institutions and economic theory - The contribution of the new institutional economics**", The University of Michigan Press, 2000.

GAJ, L. **Tornando a estratégia competitiva possível.** São Paulo: McGraw-Hill, 1990.

GARCEZ, M.P. **A seleção das estratégias de crescimento e diversificação: Um estudo de casos na indústria petroquímica.** 30.º Enampad, Salvador/Bahia, 2006.

GERBAUD, R.R.; YORK, A.S.; WO HAR, M. **Stock market reactions to knowledge motivated acquisitions.** In: Academy of Management Meeting, 2006.

GHOSH, A. **Does operating performance really improve following corporate acquisitions?** Journal of Corporate Finance, 7(2), 151-178. 2001.

GHOSH, A.; RULAND, W. **Managerial ownership, the method of payment for acquisitions, and executive job retention.** The Journal of Finance, 53(2), 785-798. 1998.

GOEDHART, M. H.; KOLLER, T.; REHM, W. **Making capital structure support strategy.** The McKinsey Quarterly, Febr. 2006.

GOMBOLA, M.J.; TSETSEKOS, G.P. **The information content of plant closing announcements: evidence from financial profiles and the stock price reaction.** Financial Management, Tampa, v.21, n.2, p.31-40, Summer 1992.

GRAHAM, J.R.; LEMMON, M.L.; WOLF, J.G. **Does corporate diversification destroy value?** *The Journal of Finance*, 57(2), 695-720. 2002.

GRANT, R.M. **Resource-based theory of competitive advantage:** Implications for strategic formulation. *California Management Review*, Sprint: 114-135, 1991.

GREENE, W.H. **Econometric analysis.** 5th ed., Upper Saddle River: Prentice-Hall, 2002.

GREINER, L.E. **Evolution and revolution as organizations grow.** *Harvard Business Review*, v. 50, p. 37-46. 1972.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados financeiros e estratégia corporativa.** 2.^a Ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

GROSSMAN, S.J.; HART, O.D. **The costs and benefits of ownership:** A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, vol.94: pp.691-719. 1986.

GUJARATI, D.N. **Econometria básica.** Tradução de Maria Jose Cyhlar Monteiro. 2.^a Ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2006.

HANEMANN, M. W. **Welfare evaluation contingent valuation experiments with discrete response data.** *American Journal of Agricultural Economics*, n.66, p.332-341, 1984.

HANNAN, M. FREEMAN, J. **Structural inertia and organizational change.** *American Sociological Review*, 2: 149-164, 1984.

HARRIGAN, K. **Exit decisions in mature industries.** *Academy of Management Journal* 25(4): 707-732, 1982.

HARRIS, M.; RAVIV, A. **The theory of capital structure.** *The Journal of Finance*, v. 46, n. 1, p. 297-355, Mar. 1991.

HART, O. **An economist's perspective on the theory of the firm**", *Columbia Law Review* 1757, 1989, também em Buckley, P.J. e J. Michie (eds), "Firms, Organizations and Contracts", Oxford University Press, Oxford, 1996.

HARZING, Anne-Wil. **Acquisitions versus greenfield investments:** International strategy And management of entry modes. *Strategic Management Journal*. 23: 211-227. 2002.

HAUGEN, A. Robert. **Os Segredos da Bolsa.** Prentice Hall. 2000.

HAUGEN, R.A.; LANGETIEG, T.C. **An empirical test for synergism in mergers.** *The Journal of Finance*, 30(4), 1003-1014. 1975.

HAUSMAN, J.A. **Testes da especificação na econometria.** Vol 46, n.6. Pagina 1251-1271. Novembro, 1978

HÉAU, D. Mania de fusões in Barros, B.T (organizadora) **Fusões, aquisições e parcerias.** São Paulo: Atlas, 2001.

HENNART, J.F.; PARK, Y.R. **Greenfield vs. acquisition:** The strategy of Japanese investors in the United States, *Management Science*, September, pp.1054–1070. 1993.

HESS, EDWARD D. **The road to organic growth. How great companies consistently grow marketshare from within.** New York, McGraw-Hill, 2007.

HITT, M.A.; IRELAND, D.R.; HARRISON, J.S. **Mergers and acquisitions:** A value creating or value destroying strategy? In M. A. Hitt, E. R. Freeman, & J. S. Harrison (Eds.), *The Blackwell handbook of strategic management*: 384–408. MA: Blackwell. 2001.

HITT, M.A.; IRELAND, R.D.; HOSKISSON, R.E. **Administração estratégica.** São Paulo; Thomson, 2005.

HOSKISSON, R; HITT, M. **Downsizing: How to Tame the Diversified Firm.** Oxford University Press: New York, 1994.

HOSKISSON, R; JOHNSON, R; MOESEL, D. **Corporate divestiture intensity in restructuring firms: effects of governance, strategy, and performance.** *Academy of Management Journal* 37(5): 1207–1251, 1994.

HUANG, Y.S.; WALKLING, R.A. **Target abnormal returns associated with acquisition announcements:** payment, acquisition form, and managerial resistance. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 329-349. 1987.

IYER, D.N.; MILLER, K.D. **Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions.** *Academy of Management Journal*, v.51, n.4, 2008.

JAAFARI, A. **Management of risks, uncertainties and opportunities on projects: time for a fundamental shift.** *International Journal of Project Management*. Vol. 19: 89-101. 2001.

JENNINGS, D. F.; SEAMAN, S. L. **High and low levels of organizational adaptation:** an empirical analysis of strategy, structure, and performance. *Strategic Management Journal*, v. 15, p. 459-475, 1994.

JENSEN, M.C. **Takeovers - Their causes and consequences.** *Journal of Economic Perspectives*, 2: 21–48. 1988.

JENSEN, M.C. **The modern industrial-revolution, exit, and the failure of internal control-systems.** *Journal of Finance*, 48(3): 831–880. 1993.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, W.H. **Theory of the firm:** managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, n.3, p.305-360, oct. 1976.

JOHN, K; OFEK, E. **Asset sales and increase in focus.** *Journal of Financial Economics* 37: 105–126, 1995.

JOYCE, W.; NOHRIA, N.; ROBERSON, B. **What really works:** the 4+2 formula for sustained business success. Harper Business, 2003.

JUDGE, G.G.; HILL, R.C.; GRIFFITHS, W.E.; LÜTKEPOHL, H.; LEE, T.C. **Introduction to the theory and practice of econometrics.** New York: John Wiley & Sons, 1982.

KAPLAN, S. **The effect of management buyouts on operating performance and value.** *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254. 1989.

KAPLAN, S; WEISBACH, M. **The success of acquisitions:evidence from divestitures.** *Journal of Finance* 47(1): 107–138, 1992.

KARIM, S; MITCHELL, W. **Path-dependent and pathbreaking change:** reconfiguring business resources following acquisitions in the U.S. medical sector, 1978–1995. *Strategic Management Journal*, Special Issue 21(10–11): 1061–1081. 2000.

KAYO, E.K. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas:** uma contribuição ao estudo de valoração das empresas. Tese (Doutorado), FEA/USP, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, 2002.

KAYO, E.K.; FAMÁ, R. **Teoria da agência e crescimento:** evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. *Caderno de Pesquisas em Administração*. v.2, n.º 5, p.1-8. 2.º sem. 1997.

KAYO, E.K.; PATROCINIO, M.R.; MARTIN, D.M.L. **Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento.** In: *EnAnpad. Encontro da Anpad*, 2008, Rio de Janeiro. Anais, 2008.

KAYO, E.K.; SETH, A.; KIMURA, H. **Toward an Integrative Approach to the Analysis of Value Creation in Mergers & Acquisitions: a Conversation Between Strategy and Finance.** *ENAMPAD*, 2007.

KAZANJIAN, R.K.; HESS, E.G.; DRAZIN, R. **The search for organic growth.** Cambridge University Press. 2006

KELLY, D.; AMBURGEY, T. L. **Organizational Inertia and Momentum:** A Dinamic Model of Strategic Change. *Academy of Management Journal*, v. 34, n. 3, p. 591-612, set. 1991.

KIM, E.H. **A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity.** *Journal of Finance*, v.33, n.1, March 1978, p.45-63.

KIMURA, H. **Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais.** *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 2, n. 1, 2003.

KÖCHE, J.C. **Fundamentos de metodologia científica.** Rio de Janeiro, Editora Vozes, 1997.

KOCHHAR, R. **Explaining firm capital structure:** the role of agency theory vs. transaction cost economics. *Strategic Management Journal* 17(9): 713–728. 1996.

KOGUT, B.; ZANDER, U. **Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology.** *Organization Science*, 3: 383–397. 1992.

KREPS, D.M. **A course in microeconomic theory.** New York: Harvester Wheatsheaf. 1990.

LANG, L.H.P.; STULZ, R.M. **Tobin's q , corporate diversification, and firm performance.** *Journal of Political Economy* 102, 1248–1280, 1994.

LELAND, Hayne; PYLE, David. **Information asymmetries, financial structure and financial intermediation.** *The Journal of Finance*, v.32,n.2, may, 1977.

LEV, Baruch. **Intangibles: Management, measurement, and reporting.** Washington: Brookings, 2001.

LICHTENBERG, F.R.; SIEGEL, D. **Productivity and changes in ownership of manufacturing plants.** *Brookings Papers on Economic Activity*, 3: 643– 683. 1987.

LINDENBERG, E.; ROSS, S., **Tobin's Q ratio and industrial organization,** *Journal of Business*, v. 54, 1981.

LINTNER, J. **The valuation of risk assets and selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets.** *Review of Economics and Statistics* 47, 13-37. 1965.

LUBATKIN, M.H. **Mergers and the performance of the acquiring firm.** *The Academy of Management Review*, v.8, n.2, p.218-225, 1983.

LUCCHESI, E.P.; FAMÁ R. **O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003.** *R.Adm.*, São Paulo, v.42, n.2, p.249-260, abr/mai/jun. 2007.

MACEDO JR, Jurandir S. **Teoria do Prospecto: Uma investigação utilizando simulação de investimentos.** 218f. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção)–Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. 2003.

MAHONEY, J.T.; PANDIAN, J.R. **The resource-based view within the conversation of strategic management.** *Strategic Management Journal*, 13: 363-380, 1992.

MALATESTA, P.H. **The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms.** *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 155-181. 1983.

MANDELKER, G. **Risk and return: the case of merging firms.** *Journal of Financial Economics*, v.1, n. 4, p. 303-335, Dec. 1974.

MANNE, H. G. **Mergers and the market for corporate control.** *Journal of Political Economy*, v.73, n. 2, p. 110-120, Apr. 1965.

MAQUIEIRA, C.P.; MEGGINSON, W.L.; NAIL, L. **Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers.** *Journal of Financial Economics*, 48(1), 3-33. 1998.

MARCH, J.G.; SHAPIRA, Z. **Managerial perspectives on risk and risk taking.** *Management Science*, Vol. 33: 1404-1418. 1987.

MARKIDES, C.C.; WILLIAMSON, O.E. **Corporate diversification and organizational structure: A resource-based view,** *Academy of Management Journal*, 39(2), pp. 340–367. 1996.

MARRIS, R. **A model of the managerial enterprise.** *Quarterly Journal of Economics*, 77(2):185–209. 1963.

MARSHALL, Alfred. **Princípios de economia**: tratado introdutório. São Paulo : Abril Cultural, 2 v. 1982.

MARTINS, E. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. Tese (Doutorado em Contabilidade) FEA-USP, São Paulo, 1972.

MÁXIMO, P.S.; SILVA, M.L.; MÁXIMO, M.S. **Valoração de contingente pelas modelagens logit e análise multivariada**. Rev. Árvore vol.33 no.6 Viçosa Nov./Dec. 2009.

MAZZON, José A. **Formulação de um modelo de avaliação e comparação de modelos em Marketing**. Dissertação (Mestrado em Administração) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1978.

MEHMET, D.; EKREM, T.; KEITH, W.G. **Factors affecting perceptions of the choice between acquisition and Greenfield entry: the case of western FDI in an emerging market**. By: Management International Review (MIR), vol.48, Issue 1, p5-38, 34p, 2008.

MILES, R. H. **Macro organizational behavior**. Glenview, Illinois: Scott Foresman and Company, 1980.

MILGRON, P; ROBERTS, J. **Economic, theories of the firm: past, present, and future**”,. Buckley, P.J. e J. Michie (eds),”Firms, Organizations and Contracts”, Oxford University Press, Oxford, 1996.

MILL, J. S. **Princípios de economia política**. São Paulo: Nova Cultural, 1983.

MITCHELL, W. **The dynamics of evolving markets: the effect of business sales and age on dissolutions and divestitures**. Administrative Science Quarterly 39(4): 575–602, 1994.

MODIGLIANE, F.; MILLER, M. **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**. The American Economic Review, v.48, n. 3, p.261-297, 1958.

MONTEVERDE, K.; TEECE, D. **Supplier switching costs and vertical integration in the automobile industry**. Bell Journal of Economics 13: 206-213, 1982.

MONTGOMERY, C. **Divestment: motives and gains**. Strategic Management Journal 9(1): 3–97, 1988.

MONTGOMERY, C; THOMAS, A; KAMATH, R. **Divestiture, market valuation, and strategy**. Academy of Management Journal 27(4): 830–840, 1984.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. **Do managerial objectives drive bad acquisitions?** The Journal of Finance, 45(1), 31-48. 1990.

MOREIRA, M.M.; PUGA, F.P. **Como a indústria financia seu crescimento: uma análise do Brasil pós-plano real**. Revista Econômica Contemporânea. v. 5, PP 35-67, 2001.

MULHERIN, J.H.; BOONE, A.L. **Comparing acquisitions and divestitures**. Journal of Corporate Finance 6(2): 117–139, 2000.

MUSSA, A.; YANG, E.; TROVÃO, R.; FAMÁ, R. **Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais** – as discussões persistem. SEGeT, São Paulo. 2007.

MÜSSNICH, F.A.M. **A utilização desleal de informações privilegiadas** - insider trading - no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, 18(34), 31-51, 1979.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. **Corporate financial and investment decisions when firms have information that investors do not have**. *Journal of Financial Economics*. v.13, n.2, p.187-221. 1984.

NAKAMURA, W.T. **Estrutura de capital das empresas no Brasil: evidências empíricas**. Dissertação de Mestrado em Administração FEA-USP, 1992.

NAKAMURA, W.T.; MARTIN, D.M.L.; KAYO, E.K. **Proposta para a determinação da estrutura de capital ótima, na prática**. *Revista de Administração UNISAL, Americana*, v. 1, n.1, jul./dez. 2004.

NORTH, D.C. **Institutions, institutional change and economic performance**. New York: Cambridge University Press, 1990.

O'BRIEN, Jonathan P . **The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation**. *Strategic Management Journal*, Chichester, v.24, n.5, p.415-431, May 2003.

PATROCINIO, M.R.; KAYO, E.K.; KIMURA, H. **Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento**. *Revista de Administração USP (RAUSP)*, v.42, n.2, p. 205-215, 2007.

PENROSE, Edith. **The theory of the growth of the firm**. United States: Oxford University. New York, 1959.

PEPALL, Lynne; RICHARDS, Daniel J.; NORMAN, George. **Industrial Organization: Contemporary theory and practice**. St Paul, mn: South Western College Publishing, 1999.

PERRY, M.K. **Vertical integration: determinants and effects**. In R. Schmalensee e R. Willig, eds. (1989) *Handbook of Industrial Organization*. Amsterdam: North-Holland. 1989.

PETERAF, M.A. **The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view**. *Strategic Management Journal*, v. 14, n. 3, p.179-191, 1993.

PORTER, M. **From competitive advantage to corporate strategy**. *Harvard Business Review* 65(3): 43-59. 1987.

PORTER, M.E. **Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance**. New York: Free Press. 1985.

PORTER, M.E. **Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors**. New York: Free Press. 1980.

PRAHALAD, C.D.; HAMEL, G. **The core competence of the corporation**. *Harvard Business Review*, junho: 79-91, 1990.

PRIEM, R.L.; BUTLER, J.E. **Is the resource-based "view" a useful perspective for strategic management research?** *Academy of Management Review*. v. 26, n. 1, p. 22-40, 2001.

- RAU, P.R.; VERMAELEN, T. **Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms.** *Journal of Financial Economics*, 49(2), 223-253. 1998.
- RAVENSCRAFT, D; SCHERER, F. **Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency.** Brookings Institution: Washington, DC, 1987.
- REILLY, R.F.; SCHWEIHS, R.P. **Valuing intangible assets.** New York: McGraw Hill, 1998.
- RICHERI, F.L. **Capital intelectual e a criação de valor nas empresas brasileiras.** Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas na Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2007.
- ROCHA, F.D. **A estrutura de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto: uma avaliação empírica de novas proposições teóricas.** Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da UFM, 2007.
- ROSS, S.A.; WESTERFIEL, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração Financeira: corporate finance.** São Paulo: Atlas, 2002.
- ROSSETTI, José Paschoal. Fusões e aquisições no Brasil: as razões e os impactos. *In:* BARROS, Betânia Tanure de (Org.). **Fusões, aquisições & parcerias.** São Paulo: Atlas, 2001. 184 p. cap. 3, p. 67-87.
- SCHIPPER, K.; THOMPSON, R. **Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms.** *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 85-119. 1983.
- SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico.** São Paulo: Abril Cultural. 1982.
- SEKARAN, U. **Research methods for business: a skill-building approach.** 2nd ed. New York: John Wiley, 1992. Cap.3 e 4 (p.62-113)
- SELZNICK, P. **Leadership in Administration.** New York: Harper & Row. 1957.
- SEPE, J.F.; STATMAN, M. **Project termination announcements and the market value of the firm.** *Financial Management*, Tampa, v.18, n.4, p.74-81, Winter 1989.
- SERVAES, H. **The value of diversification during the conglomerate merger wave.** *The Journal of Finance*, 51(4), 1201-1025. 1996.
- SETH, A. **Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation.** *Strategic Management Journal*, v.11, n.6, pp.431-446, 1990.
- SHARPE, W. F. **Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk.** *Journal of Finance*, v. 19, p. 425-442, 1964.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. **Takeovers in the 60s and the 80s - Evidence and implications.** *Strategic Management Journal*, 12: 51-59. 1991.
- SILVA, J.P. **Análise financeira das empresas.** 10.^a Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SIMON, H. **Theories of Decision Making in Economics and Behavioral Science.** *American Economic Review*, Vol. 49, June, pp. 253-258, (1959).

SMITH, A. **A riqueza das nações.** Investigação sobre sua natureza e suas causas. São Paulo: Abril Cultural, 1996.

SOLOW, R.M. **Economic History and economics.** AEA Papers and Proceedings, May 1985; vol.75, n.2. 1985.

SONG, M.; WALKLING, R.A. **Abnormal returns to rivals of acquisition targets:** a test of the 'acquisition probability hypothesis'. *Journal of Financial Economics*, 55(2), 143-171. 2000.

STEWART, T. A. **Intellectual capital:** the new wealth of organizations. New York: Doubleday, 1999.

STIGLER, G. J. **Monopoly and oligopoly by merger.** *The American Economic Review*, v. 40, n.1, p. 23-34, May 1950.

STULZ, R. **Managerial discretion and optimal financing policies.** *Journal of Financial Economics*, v.26, 3-27, 1990.

SULLIVAN P. **Value-driven intellectual capital.** How to convert intangible corporate assets into market value. Wiley 2000.

SVEIBY, K.E. **The new organizational wealth:** managing and measuring knowledge based assets, berrett koehler, San Francisco, CA. 1997.

SWITZER, J.A. **Evidence on real gains in corporate acquisitions.** *Journal of Economics and Business*, 48(5), 443-460. 1996.

SZEWCZYK, S.H.; TSETSEKOS, G.P.; ZANTOUT, Z. **The valuation of corporate R&D expenditures: evidence form investment opportunities and free cash flow.** *Financial Management*, Tampa, v.25, n.1, p.105-110, Spring 1996.

TEECE, D.J.; PISANO, G.; SHUEN, A. **Dynamic capabilities and strategic management.** *Strategic Management Journal*, 18:509-533, 1997.

TITMAN, S. **The effect of capital structure on a firm's liquidation decision.** *Journal of Financial Economics*, v.13, n.1, March 1984, p.137-151.

TITMAN, S.; WESSELS, R. **The determinants of capital structure choice.** *Journal of Finance*, v. 48, n. 3, June 1988.

TSETSEKOS, G.P.; ZANTOUT, Z. **The wealth effects of announcements of R&D expenditure increases.** *The Journal of Financial Research*, Columbia, v.XVII, n.2, p.205-216, Summer 1994.

UHLENBRUCK, K.; HITT, M.A.; SEMADENI, M. **Market value effects of acquisitions involving internet firms:** a resource-based analysis. *Strategic Management Journal*, v.27, n.10, p.899-913, 2006.

VERBEEK, Marno. **A guide to modern econometrics**. 1^a ed. Reimpressa com correções. Buffins Lane: John Wiley & Sons, 2001.

VERMEULEN, F; BARKEMA, H. **Learning through acquisitions**. Academy of Management Journal 44: 457–476. 2001.

VIJH, A.M. **The spin-off and merger ex-date effects**. The Journal of Finance, 49(2), 581-609. 1994.

VILLALONGA, B. **Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences**. Journal of Economic Behavior & Organization, v.54, n.2, p.205-230, 2004.

VILLALONGA, B.; McGAHAN. **The choice among acquisitions, alliances, and divestitures**. Strategic Management Journal, v.26, n.13, 2005.

WERNERFELT, B. **A resource-based view of the firm**. Strategic Management Journal, 5: 171-180, 1984.

WESTON, J.F.; CHUNG, K.S.; SIU, J.A. **Takeovers, restructuring, and corporate governance**. 3.ed New Jersey: Prentice Hall, 2001.

WESTON, J.F.; SIU, J.A.; JOHNSON, B.A. **Takeovers, restructuring, & corporate governance**. 3.ed. New Jersey : Prentice Hall, 2001.

WIER, P. **The costs of antimerger lawsuits: evidence from the stock market**. Journal of Financial Economics, 11(1-4), 207-24. 1983.

WILK, E.O. **O uso da abordagem resource-based view na formulação de estratégias: o caso do setor vitivinícola da Serra Gaúcha**. In Congresso ENANPAD, 2000.

WILLIAMSON, O.E. **Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications**. New York: Free Press. 1975.

WILLIAMSON, O.E. **Mercados y jerarquías: su análisis y sus implicaciones antitrust**. México: Fondo de Cultura Económica. 1991.

WILLIAMSON, O.E. **The economic institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985.

WILLIAMSON, O.E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, 1996.

WILLIAMSON, O.E. **The vertical integration of production: market failure considerations**. The American Economic Review, Vol.61, N.2, pp. 112-123, May, 1971.

WILLIAMSON, O.E.; WINTER, S. **The nature of the firm, origin, evolution and development**”, Oxford University Press, Oxford, 1993.

WILLIAMSON, O. E. **Managerial discretion and business behavior**. American Economy Review, v. 53, p. 1032-1047, 1963.

WISEMAN, R. M.; GOMEZ-MEJIA, L. R. **A behavioral agency model of managerial risk taking**. *Academy Management Review*, v. 23, n. 1, p. 133-153, 1998.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. 1.^a Ed. São Paulo: Thomson, 2006.

WRIGHR, P.; KROLL, M.J.; PARNELL, J. **Administração estratégica: conceitos**. São Paulo: Atlas, 2000.

WRIGHT, P. **The impact of the corporate insider, blockholder and institucional ownership on firm-risk taking**. *Academy of Management Journal*, v. 39, p. 441-463, 1996.

ZYLBERSZTAJN, D. **Papel dos contratos na coordenação agro-industrial: um olhar além dos mercados**. *Revista de Economia e Sociologia Rural*. Rio de Janeiro, vol. 43, n.3, p. 385-420. 2005.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Conjunto de Regressões

```
xtlogit fc folga_fin risco_neg_ dist__fal_ log_venda_ log__ativos nível_endiv_ rentab_
q_tobin,
pa corr(exchangeable) vce
> (robust)
```

```
Iteration 1: tolerance = .0400433
Iteration 2: tolerance = .0010664
Iteration 3: tolerance = .00029279
Iteration 4: tolerance = .0000305
Iteration 5: tolerance = 2.628e-06
Iteration 6: tolerance = 2.692e-07
```

```
GEE population-averaged model
Group variable:          coll          Number of obs    =    830
84                      Number of groups    =
Link:                    logit          Obs per group: mi n =    1
Family:                  binomial          avg =    9.9
Correlation:            exchangeable      max =    14
Wald chi2(8) =
41.82
Scale parameter:        1              Prob > chi2    =
0.0000
```

(Std. Err. adjusted for clustering on coll)

	Coef.	Semirobust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
folga_fin	.3346662	.0942431	3.55	0.000	.149953 .5193793
risco_neg_	.6237811	.8512654	0.73	0.464	-1.044668 2.292231
dist__fal_	-.0359688	.0299461	-1.20	0.230	-.0946621 .0227246
log_venda_	.7097482	.7609006	0.93	0.351	-.7815896 2.201086
log__ativos	.5298984	.6546857	0.81	0.418	-.753262 1.8130590
nível_endiv_	-.2835329	.3033474	-0.93	0.350	-.8780829 .3110170
rentab_	-.0235593	.0211117	-1.12	0.264	-.0649374 .0178189
q_tobin	.0007395	.0045422	0.16	0.871	-.0081631 .0096421
cons	-9.852999	1.775235	-5.55	0.000	-13.3324 -6.373604

```
. xtlogit fc folga_fin risco_neg_dist__fal_log_venda_log__ativos nível_endiv_rentab_
q_tobin, fe
```

note: multiple positive outcomes within groups encountered.

note: 53 groups (549 obs) dropped because of all positive or
all negative outcomes.

Iteration 0: log likelihood = -69.696326

Iteration 1: log likelihood = -59.583336

Iteration 2: log likelihood = -59.168236

Iteration 3: log likelihood = -58.858831

Iteration 4: log likelihood = -58.853323

Iteration 5: log likelihood = -58.853322

Conditional fixed-effects logistic regression Number of obs = 281

Group variable: coll Number of groups = 31

Obs per group: min = 3

avg = 9.1

max = 14

LR chi2(8) = 33.81

Log likelihood = -58.853322 Prob > chi2 = 0.0000

```
-----+-----
      fc |   Coef.   Std. Err.      z    P>|z|   [95% Conf. Interval]
-----+-----
folga_fin | .3599811   .2271149    1.59  0.113   -.085156   .8051181
risco_neg_ | -3.108314  5.351623   -0.58  0.561  -13.5973   7.380674
dist__fal_ | .1504501   .12782     1.18  0.239  -.1000724  .4009726
log_venda_ | 3.89231    1.610086    2.42  0.016   .7365986   7.048021
log__ativos | 1.582664   1.358181    1.17  0.244  -1.079322   4.24465
nível_endiv_ | -.3204163  .4761558   -0.67  0.501  -1.253665   .612832
rentab_ | 2.262862   3.291504    0.69  0.492  -4.188367   8.71409
q_tobin | .0018447   .0058346    0.32  0.752  -.0095909   .0132803
-----+-----
```

```
. xtlogit fc folga_fin risco_neg_dist__fal_log_venda_log__ativos nível_endiv_rentab_
q_tobin, re
```

Fitting comparison model:

```
Iteration 0: log likelihood = -169.1561
Iteration 1: log likelihood = -159.18318
Iteration 2: log likelihood = -154.39474
Iteration 3: log likelihood = -154.31543
Iteration 4: log likelihood = -154.31519
Iteration 5: log likelihood = -154.31519
```

Fitting full model:

```
tau = 0.0 log likelihood = -154.31519
tau = 0.1 log likelihood = -153.4526
tau = 0.2 log likelihood = -152.66375
tau = 0.3 log likelihood = -152.01225
tau = 0.4 log likelihood = -151.60136
tau = 0.5 log likelihood = -151.59129
tau = 0.6 log likelihood = -152.23505
```

```
Iteration 0: log likelihood = -151.59239
Iteration 1: log likelihood = -149.82886
Iteration 2: log likelihood = -149.76257
Iteration 3: log likelihood = -149.76141
Iteration 4: log likelihood = -149.76141
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =    830
Group variable: coll                   Number of groups =    84
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =    1
                                       avg =    9.9
                                       max =    14
```

```
Wald chi2(8)    =    18.66
Log likelihood = -149.76141      Prob > chi2    =    0.0168
```

fc	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
folga_fin	.3582818	.1426897	2.51	0.012	.0786151	.6379485
risco_neg_	.7333139	2.039759	0.36	0.719	-3.26454	4.731168
dist_fal_	-.0258541	.0704436	-0.37	0.714	-.163921	.1122128
log_venda_	.9508549	.7537709	1.26	0.207	-.5265089	2.428219
log_ativos	.7741252	.764803	1.01	0.311	-.7248611	2.273111
nível_endiv_	-.2835331	.3164587	-0.90	0.370	-.9037807	.3367145
rentab_	-.0325857	.1729902	-0.19	0.851	-.3716402	.3064688
q_tobin	.0010791	.0041556	0.26	0.795	-.0070656	.0092239
_cons	-13.1773	2.945044	-4.47	0.000	-18.94948	-7.405124
/lnsig2u	.6086876	.5690577			-.506645	1.72402
sigma_u	1.355735	.3857458			.7762175	2.367916
rho	.3584358	.1308603			.154793	.6302228

Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 9.11 Prob >= chibar2 = 0.001

```
mlogit forma_de_crescimento folga_fin risco_neg_dist__fal_log_venda_log__ativos
nível_endiv_rentab_q_tobin, vce(robust)
> st)
```

```
Multinomial logistic regression      Number of obs =    830
                                Wald chi2(24) =   92.05
                                Prob > chi2   =   0.0000
Log pseudolikelihood = -472.46081      Pseudo R2    =   0.0573
```

```
-----+-----
                |      Robust
forma_de_c~o |   Coef.  Std. Err.   z  P>|z|  [95% Conf. Interval]
-----+-----
1 |
  folga_fin | .1601698 .1231628   1.30  0.193  -.0812249 .4015644
  risco_neg_ | -.4311659 1.058425  -0.41  0.684  -2.505641  1.643309
  dist__fal_ | .0105286 .0266149   0.40  0.692  -.0416356 .0626927
  log_venda_ | .4034453 .4152795   0.97  0.331  -.4104876  1.217378
  log__ativos | .2396907 .4540876   0.53  0.598  -.6503046  1.129686
  nível_endiv_ | -.1879743 .2195418  -0.86  0.392  -.6182684 .2423198
    rentab_ | .0228449 .0212823   1.07  0.283  -.0188677 .0645576
    q_tobin | -.0042999 .0037109  -1.16  0.247  -.0115731 .0029732
    _cons | -5.34531 1.019776  -5.24  0.000  -7.344034 -3.346586
-----+-----

2 |
  folga_fin | .4539781 .2037516   2.23  0.026  .0546323 .8533239
  risco_neg_ | .3396055 2.687412   0.13  0.899  -4.927625  5.606836
  dist__fal_ | .075876 .133694   0.57  0.570  -.1861594 .3379114
  log_venda_ | 3.211931 .8420507   3.81  0.000  1.561542  4.86232
  log__ativos | -.7621187 .573641  -1.33  0.184  -1.886434 .3621969
  nível_endiv_ | -.0403317 .2820241  -0.14  0.886  -.5930888 .5124254
    rentab_ | -.1743882 .0885496  -1.97  0.049  -.3479422 -.0008341
    q_tobin | -.0380523 .0315834  -1.20  0.228  -.0999547 .0238501
    _cons | -19.85934 4.913372  -4.04  0.000  -29.48937 -10.22931
-----+-----

3 |
  folga_fin | .3755722 .1201302   3.13  0.002  .1401213 .6110231
  risco_neg_ | .7557777 .8365222   0.90  0.366  -.8837757  2.395331
  dist__fal_ | -.0457947 .0240818  -1.90  0.057  -.0929943 .0014048
```

log_venda_		.4244479	.5509651	0.77	0.441	-.6554238	1.50432
log_ativos		.7459701	.5264987	1.42	0.157	-.2859485	1.777889
nível_endiv_		-.3784848	.3416044	-1.11	0.268	-1.048017	.2910475
rentab_		-.0122383	.0210086	-0.58	0.560	-.0534143	.0289377
q_tobin		.0007726	.0025805	0.30	0.765	-.0042851	.0058304
_cons		-9.415548	1.58629	-5.94	0.000	-12.52462	-6.306477

-----+-----
4 | (base outcome)

```
. mprobit forma_de_crescimento folga_fin risco_neg_ dist__fal_ log_venda_ log__ativos
nível_endiv_ rentab_ q_tobin
```

```
Multinomial probit regression          Number of obs =    830
                                Wald chi2(24) =   49.17
Log likelihood = -473.01581           Prob > chi2    =   0.0018
```

```
-----+-----
forma_de_c~o |   Coef.  Std. Err.   z  P>|z|  [95% Conf. Interval]
-----+-----
1          |
  folga_fin | .1147715 .0739423   1.55 0.121  -.0301527 .2596958
  risco_neg_ | -.1267086 .6560711  -0.19 0.847  -1.412584  1.159167
  dist__fal_ | .0051019 .021266   0.24 0.810  -.0365786 .0467825
  log_venda_ | .2887965 .207386   1.39 0.164  -.1176726 .6952656
  log__ativos | .2093218 .2172913   0.96 0.335  -.2165613 .6352048
  nível_endiv_ | -.1217852 .1228193  -0.99 0.321  -.3625067 .1189363
    rentab_ | .0134953 .0437473   0.31 0.758  -.0722479 .0992385
    q_tobin | -.002941 .0025788  -1.14 0.254  -.0079954 .0021134
    _cons | -4.221002 .6941159  -6.08 0.000  -5.581444 -2.86056
-----+-----

2          |
  folga_fin | .2431772 .1968063   1.24 0.217  -.142556 .6289105
  risco_neg_ | .3426489 3.284088   0.10 0.917  -6.094045  6.779343
  dist__fal_ | .0308184 .0958733   0.32 0.748  -.1570898 .2187267
  log_venda_ | 1.584917 .7526791   2.11 0.035  .1096933  3.060141
  log__ativos | -.267634 .6582921  -0.41 0.684  -1.557863  1.022595
  nível_endiv_ | -.0361878 .3197926  -0.11 0.910  -.6629698 .5905942
    rentab_ | -.0854834 .156002  -0.55 0.584  -.3912418 .220275
    q_tobin | -.018443 .0504349  -0.37 0.715  -.1172937 .0804076
    _cons | -11.04653 2.881427  -3.83 0.000  -16.69403 -5.399042
-----+-----

3          |
  folga_fin | .2460989 .0843188   2.92 0.004  .0808371 .4113606
  risco_neg_ | .5197682 .9852674   0.53 0.598  -1.41132  2.450857
  dist__fal_ | -.0285292 .026751  -1.07 0.286  -.0809602 .0239019
  log_venda_ | .2617302 .3195659   0.82 0.413  -.3646073 .8880678
  log__ativos | .5177091 .335353   1.54 0.123  -.1395706  1.174989
  nível_endiv_ | -.2247657 .1577729  -1.42 0.154  -.5339949 .0844635
```

rentab_		-.0082904	.0781736	-0.11	0.916	-.1615079	.1449271
q_tobin		-.0001538	.0024008	-0.06	0.949	-.0048593	.0045517
_cons		-6.491896	1.022887	-6.35	0.000	-8.496716	-4.487075

4 | (base outcome)
