

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

EDUARDO HAGE CHAIM

**O IMPACTO DA AFILIAÇÃO A GRUPOS ECONÔMICOS NO DESEMPENHO
EMPRESARIAL PÓS-AQUISIÇÃO NO BRASIL**

SÃO PAULO
2011

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

EDUARDO HAGE CHAIM

**O IMPACTO DA AFILIAÇÃO A GRUPOS ECONÔMICOS NO DESEMPENHO
EMPRESARIAL PÓS-AQUISIÇÃO NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas

Campo de conhecimento: Estratégia de Empresas

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Bandeira-de-Mello

SÃO PAULO
2011

Chaim, Eduardo Hage.

O Impacto da Afiliação a Grupos Econômicos sobre o Desempenho Empresarial Pós-Aquisição no Brasil / Eduardo Hage Chaim. - 2011. 98 f.

Orientador: Rodrigo Bandeira-de-Mello.

Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Grupo de interesse econômico. 2. Empresas -- Compra. 3. Sociedades por ações -- Avaliação. 4. Desempenho -- Avaliação. 5. Empresas -- Avaliação. I. Bandeira-de-Mello, Rodrigo, 1973-. II. Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 334.72

EDUARDO HAGE CHAIM

**O IMPACTO DA AFILIAÇÃO A GRUPOS ECONÔMICOS NO DESEMPENHO
EMPRESARIAL PÓS-AQUISIÇÃO NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas

Campo de conhecimento: Estratégia Empresarial

**Data de aprovação:
09/maio/2011**

Banca examinadora:

Prof. Dr. Rodrigo Bandeira-de-Mello
(orientador)
FGV-EASP

Prof. Dr. Luiz Artur Ledur Brito
FGV-EAESP

Prof. Dr. Sérgio Giovanetti Lazzarini
Insper-SP

À minha amada esposa, Veridiana

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer ao meu professor-orientador, Rodrigo Bandeira-de-Mello, por todo o direcionamento e auxílio que me forneceu e pelo conhecimento que comigo compartilhou durante todo o desenvolvimento deste trabalho.

Também gostaria de agradecer à minha esposa, Veridiana, que me incentivou a enfrentar a jornada de um mestrado profissional, proporcionando todo o apoio que precisei para lidar com uma intensa carga de trabalho e tolerando minha presença muitas vezes exígua.

Agradeço a meus pais, que sempre me incentivaram a estudar e me proporcionaram uma educação que me ajudou a ser admitido em faculdades de qualidade e renome. Também agradeço às minhas irmãs, que sempre desejaram o meu sucesso.

Agradeço aos meus colegas e amigos de trabalho, por todo o apoio durante o curso e o desenvolvimento desta dissertação.

Agradeço à família de minha esposa pelo incentivo e pela compreensão.

Também agradeço aos meus colegas e amigos de mestrado, que ajudaram a tornar mais interessante e divertida esta jornada.

Por fim, agradeço à equipe de pesquisa do meu professor-orientador pelos dados e experiência compartilhados.

RESUMO

Os grupos econômicos representam a internalização das falhas de mercado por empreendedores buscando superar as dificuldades de obtenção de recursos produtivos em mercados emergentes. A proposta deste trabalho é verificar se o acesso a um mercado interno de recursos permite a uma empresa afiliada a um grupo econômico obter um desempenho superior em relação a empresas independentes no caso de aquisições. Com base nas perspectivas teóricas da economia e da visão baseada em recursos, analisou-se o desempenho pós-aquisição de empresas de capital aberto afiliadas e não-afiliadas a grupos econômicos. Por meio de regressões com dados em painel, foram encontrados indícios de que a afiliação a grupos econômicos afeta negativamente o desempenho financeiro das empresas pós-aquisições. A principal implicação deste resultado para a prática refere-se à necessidade de revisão das estratégias de crescimento inorgânico e de seleção de empresas-alvo para aquisição por parte de afiliadas a grupos econômicos.

Palavras-chave: grupos econômicos, aquisições, desempenho

ABSTRACT

Business groups represent the internalization of market failures by entrepreneurs seeking to overcome the difficulties in obtaining productive resources in emerging markets. The purpose of this study is to determine whether the access to an internal resource market allows an affiliated firm to obtain a superior performance compared to independent firms in the event of acquisitions. Based on the theoretical perspectives of economics and the resource-based view, the post-acquisition performance of publicly traded affiliated and non-affiliated firms was analyzed. Using regressions with panel data, evidence was found indicating that group affiliation might negatively affect the financial performance of firms after acquisitions. The main implication of this result for practitioners refers to the need for a revision in inorganic growth and target selection strategies for group-affiliated firms.

Keywords: business groups, acquisitions, performance

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Valor e Tendência das Transações de Fusões e Aquisições por Trimestre no Mundo (em US\$ milhões)	16
Figura 2 - Evolução Anual do Número de Operações de Fusão e Aquisição no Brasil	17
Figura 3 - Perfil das Empresas da Amostra	68

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Afiliação a Grupos no Mundo.....	15
Tabela 2 - Exemplo de Tabela de Dados Construída para Análise	62
Tabela 3 - Resumo das Estatísticas Descritivas das Empresas da Amostra (2002 a 2009)	70
Tabela 4 - Estatísticas Descritivas das Ocorrências de Transações (2002 a 2009)	72
Tabela 5 - Resultado da Regressão com ROE como Variável Dependente.....	75
Tabela 6 - Resultado da Regressão com ROAOperacional como Variável Dependente.....	76
Tabela 7 - Resultado da Regressão com Q de Tobin como Variável Dependente	77
Tabela 8 - Resultados do Teste t para a Métrica ROE como Variável Dependente	78
Tabela 9 - Resultados do Teste t para a Métrica ROAOperacional como Variável Dependente	78
Tabela 10 - Resultados do Teste t para a Métrica Q de Tobin como Variável Dependente	78
Tabela 11 - Resultado do Teste de Robustez com ROE como Variável Dependente	80
Tabela 12 – Resultado do Teste de Robustez com ROAOperacional como Variável Dependente.....	81
Tabela 13 - Resultados do Teste t para a Métrica ROE como Variável Dependente	82
Tabela 14 - Resultados do Teste t para a Métrica ROAOperacional como Variável Dependente.....	82

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

ROA – retorno sobre ativos

ROE – retorno sobre patrimônio líquido

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	Apresentação do Tema	12
1.2	Justificativa do Tema.....	14
1.3	Objetivos do Trabalho	18
1.4	Estrutura da Dissertação	19
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	20
2.1	Grupos Econômicos	20
2.1.1	Definição, Contextualização e Caracterização	20
2.1.2	Perspectivas Teóricas sobre Grupos Econômicos.....	24
2.2	A Perspectiva Econômica	27
2.2.1	A Origem dos Grupos Econômicos de acordo com a Perspectiva Econômica	27
2.2.2	Vantagens e Desvantagens da Afiliação a Grupos sob a Perspectiva Econômica	30
2.3	A Perspectiva da Visão Baseada em Recursos	34
2.3.1	A Origem dos Grupos Econômicos de acordo com a Perspectiva da Visão Baseada em Recursos.....	35
2.3.2	Vantagens e Desvantagens da Afiliação a Grupos sob a Perspectiva da Visão Baseada em Recursos.....	37
2.4	Aquisições sob a Perspectiva da Visão Baseada em Recursos	39
2.4.1	Um Mercado por Recursos	39
2.4.2	Aquisições e Criação de Valor.....	40
2.5	Hipóteses do Trabalho	44
3	MÉTODO DE PESQUISA.....	51
3.1	Design da Pesquisa.....	51
3.2	População e Amostra.....	57
3.3	Variáveis e Fontes de Dados.....	59
3.4	Modelo de Análise Estatística.....	63

3.5	Teste de Robustez.....	67
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	68
4.1	Estatísticas Descritivas	68
4.2	Apresentação dos Resultados das Análises Estatísticas	73
4.3	Discussão dos Resultados das Análises Estatísticas	83
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	85
5.1	Conclusões	85
5.2	Implicações para a Prática	88
5.3	Limitações e Sugestões para Pesquisa Futura.....	89
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	91

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação do Tema

O tema principal a ser abordado nesta dissertação é a influência da afiliação a grupos econômicos sobre o desempenho empresarial pós-aquisição no Brasil.

Os grupos econômicos representam um tipo de organização bastante comum em mercados emergentes, tais como Brasil, Chile, Coréia do Sul, China, Índia, Indonésia e México (KHANNA; YAFEH, 2007). Eles são compostos por empresas legalmente independentes que operam em diversas indústrias, geralmente não relacionadas, vinculados por laços formais e informais (KHANNA; YAFEH, 2007) e dominam o setor privado na maioria destes mercados emergentes (KHANNA; PALEPU, 2000a).

Segundo Hoskisson et al (2000), o contexto dos mercados emergentes é marcado por amplas e freqüentes instabilidades políticas e econômicas. A infra-estrutura institucional para suportar um sistema baseado em mercado ainda é fraca ou ausente e o comportamento oportunista é provável devido a custos demasiadamente altos para obtenção de informações para monitoramento, à dificuldade na elaboração de contratos e a mudanças no poder de barganha devido a choques exógenos (HOSKISSON et al, 2000). Como consequência, os custos de transação são provavelmente mais altos do que em mercados desenvolvidos (HOSKISSON et al, 2000).

Neste contexto, os grupos econômicos representam a internalização de falhas das instituições de mercado por empreendedores que buscam superar as dificuldades de obtenção de capital, mão-de-obra, matérias-primas, componentes e tecnologia (GUILLÉN, 2000). Os grupos intervêm onde o mercado não é eficiente e institucionalizam mecanismos de alocação alternativos de modo que a produção possa ocorrer (KHANNA; PALEPU, 1997).

Pesquisas anteriores sugerem que em economias emergentes as empresas podem estar melhores como parte de um grupo econômico por causa dos custos de transação relativamente altos predominantes em ambientes institucionais subdesenvolvidos (KHANNA; PALEPU, 2000a). Segundo Khanna e Rivkin (2001), empresas afiliadas podem ser capazes de consumir transações favoráveis que empresas independentes não poderiam, podem acessar mercados de capitais, de mão-de-obra, e de produto de forma menos custosa do que empresas independentes e podem trocar produtos e serviços internamente, sem os riscos das transações externas. Além disso, elas também têm maior acesso a estruturas de poder político e, assim, exposição a um maior conjunto de oportunidades (KHANNA; RIVKIN, 2001).

Quanto às aquisições de empresas, como definido no artigo 227 da Lei nº 6.404 (Lei das Sociedades Anônimas), de 15 de dezembro de 1976, elas constituem “a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”. Ou seja, aquisição é a compra de uma empresa por outra com o desaparecimento legal da empresa adquirida e a manutenção da personalidade jurídica da empresa adquirente.

As aquisições representam uma das formas mais importantes por meio das quais as empresas respondem a condições externas em transformação (BRUNER, 2004). Constituem uma alternativa ao crescimento orgânico, que demanda longos períodos de maturação e pode ser mais dispendioso do que a compra de uma empresa já em operação (SINGH; MONTGOMERY, 1987). Entre as razões pelas quais as empresas realizam aquisições, estão o incremento de poder de mercado, a superação de barreiras de entrada e a criação de valor por meio da substituição de uma gestão ineficiente (UHLENBRUCK; HITT; SEMADENI, 2006).

Assim sendo, esta dissertação busca analisar diferenças no desempenho financeiro entre empresas afiliadas a grupos econômicos e empresas independentes no caso específico de aquisições, verificando o impacto da afiliação a grupos econômicos no caso de estratégias de crescimento inorgânico.

1.2 Justificativa do Tema

A justificativa do tema desta dissertação engloba a justificativa do estudo de dois fenômenos: os grupos econômicos e as aquisições empresariais.

Os grupos econômicos são relevantes, pois eles estão se tornando atores cada vez mais importantes na economia mundial (GUILLÉN, 2000). Estes grupos dominam o setor privado na maioria dos mercados emergentes ao redor do mundo (KHANNA; PALEPU, 2000a) e também estão presentes em algumas economias desenvolvidas, como, por exemplo, Itália e Suécia (KHANNA; YAFEH, 2007). À medida que as economias emergentes crescem em importância, aumenta também a necessidade de entendimento desta forma organizacional.

De fato, por causa do seu recente e rápido desenvolvimento, populações relativamente grandes e participação ampliada no comércio mundial, as economias emergentes têm se tornado cada vez mais importantes (HOSKISSON et al., 2005). Atualmente, elas representam cerca de 20% da economia mundial e 80% da população global (HOSKISSON et al., 2005). As economias emergentes constituem a principal oportunidade de crescimento apresentada pela evolução da ordem econômica mundial (ARNOLD; QUELCH, 1998). Dois desenvolvimentos no ambiente mercadológico global aumentaram a atratividade dos mercados emergentes (ARNOLD; QUELCH, 1998). Primeiro, eles surgiram como um mercado-alvo identificável, cujo potencial cresce à medida que o desenvolvimento econômico aumenta os níveis de renda disponíveis e que o alcance da mídia internacional e das empresas multinacionais influencia a consciência e a percepção dos produtos. Segundo, a Internet tornou possível que empresas multinacionais de pequeno e médio porte alcancem clientes nos mercados emergentes. O potencial das economias emergentes causou inclusive uma mudança em empresas multinacionais, que costumemente destacam seus investimentos em países emergentes nas comunicações com investidores (ARNOLD; QUELCH, 1998).

A tabela a seguir sugere que os grupos econômicos tendem a ser relativamente grandes e economicamente importantes em virtualmente todos os mercados emergentes (KHANNA; YAFEH, 2007). Eles freqüentemente dominam uma parcela substancial dos ativos produtivos de um país e influenciam fortemente o seu desenvolvimento econômico (MAHMOOD; ZHU; ZAJAC, 2010).

Além da forte presença em mercados emergentes, a diversidade dos grupos econômicos também torna fascinante o estudo deste tipo de organização (KHANNA; YAFEH, 2007). Eles diferem em termos de nível diversificação, nível de integração vertical, quantidade e importância de transações entre empresas do grupo, envolvimento com

atividades financeiras, tipo de controle (vertical, por meio de estruturas piramidais, ou horizontal, por meio de participações cruzadas), envolvimento familiar na gestão e força política nas relações com o governo (KHANNA; YAFEH, 2007).

Tabela 1 - Afiliação a Grupos no Mundo

País	Anos dos dados	Número de empresas	Número de empresas afiliadas a grupos	(Mediana do tamanho das empresas afiliadas)/ (Mediana do tamanho das empresas não afiliadas)	Mediana do ROA das empresas afiliadas (em porcentagem)	Mediana do ROA das empresas não afiliadas (em porcentagem)	Mediana do desvio padrão do ROA das empresas afiliadas (em porcentagem)	Mediana do desvio padrão do ROA das empresas não afiliadas (em porcentagem)
Argentina	1990-97	25	11	5,5	3,9	7,8**	3,7	4,9**
Brasil	1990-97	108	51	2,5	3,3	1,8**	4,1	5,1
Chile	1989-96	225	50	18,7	5,9	2,2*	4,4	4,1
Coréia do Sul	1991-95	427	218	3,9	4,8	5,1	1,9	2,6*
Filipinas	1992-97	148	37	3,4	7,3	4	2,5	2,9
Índia	1990-97	5446	1821	4,4	11,7	9,6*	4,6	4,4*
Indonésia	1993-95	236	153	2,8	7,3	7,8	1,9	2,5*
Israel	1993-95	183	43	5	6,3	3,9*	2,1	2,6
Japão Pré-Guerra	1932-43	58	17	6,8	5,5	6,4	4,4	7,1
México	1988-97	55	19	2,3	8,2	6,1	3,1	2,6
Tailândia	1992-97	415	258	2,3	2,9	4,4	4,3	4,9**
Taiwan	1990-97	178	79	2	5,1	6,2	1,7	2,3**
Turquia	1988-97	40	21	1	24,6	26,3	6,2	9,1

Fonte: KHANNA; YAFEH, 2007, p. 332.

Notas: a tabela apresenta estatísticas resumidas sobre risco e desempenho operacional dos grupos para doze mercados emergentes e para o Japão Pré-Guerra. Os números de empresas, assim como as estatísticas do tamanho das empresas (ativo total) e da mediana do retorno sobre ativos (ROA), são todos baseados no ano em que a cobertura de dados é maior para o país em questão. No Japão Pré-Guerra, a afiliação a grupos refere-se somente à afiliação aos três maiores zaibatsus. Os níveis de significância para a comparação de medianas são baseados em testes de Wilcoxon. Empresas com taxas de lucro superior a 100% ou inferior a -100% foram excluídas da análise. * e ** denotam a diferença entre empresas afiliadas e outras empresas com significância de 5% e 10%, respectivamente. Veja Khanna e Yafeh (2005) para as fontes de dados e para mais informações sobre a amostra e a definição das variáveis.

Quanto às aquisições de empresas, estas têm sido um tema de interesse para pesquisadores em economia, gestão e finanças há muito tempo (SINGH; ZOLLO, 2000) e continuam sendo notavelmente populares e controversas (HAYWARD, 2002).

Trata-se de uma das atividades empresariais mais impactantes (para funcionários, empresa, sociedade, etc.), cujas conseqüências e desdobramentos empíricos ainda não estão totalmente explicados por teorias e regras no meio acadêmico (CAMARGOS; BARBOSA, 2009). Além disso, o fato de que os recursos valiosos de uma empresa podem extrapolar suas fronteiras está sendo crescentemente reconhecido (DYER; SINGH, 1998). Como conseqüência, as aquisições tornaram-se um meio bastante popular para empresas buscando remodelar suas bases de recursos e conhecimentos (HARRISON et al., 2001). O crescimento

via aquisições leva a um influxo de novos recursos e novos conhecimentos que aumenta a diversidade da base de recursos da empresa e permite aos gestores terem novos insights sobre como utilizar esta nova base de recursos (MCKELVIE; WIKLUND; DAVIDSSON, 2006).

Em termos globais, como pode ser observado no gráfico abaixo, desde 2004 as operações de fusões e aquisições movimentaram diversos trilhões de dólares.

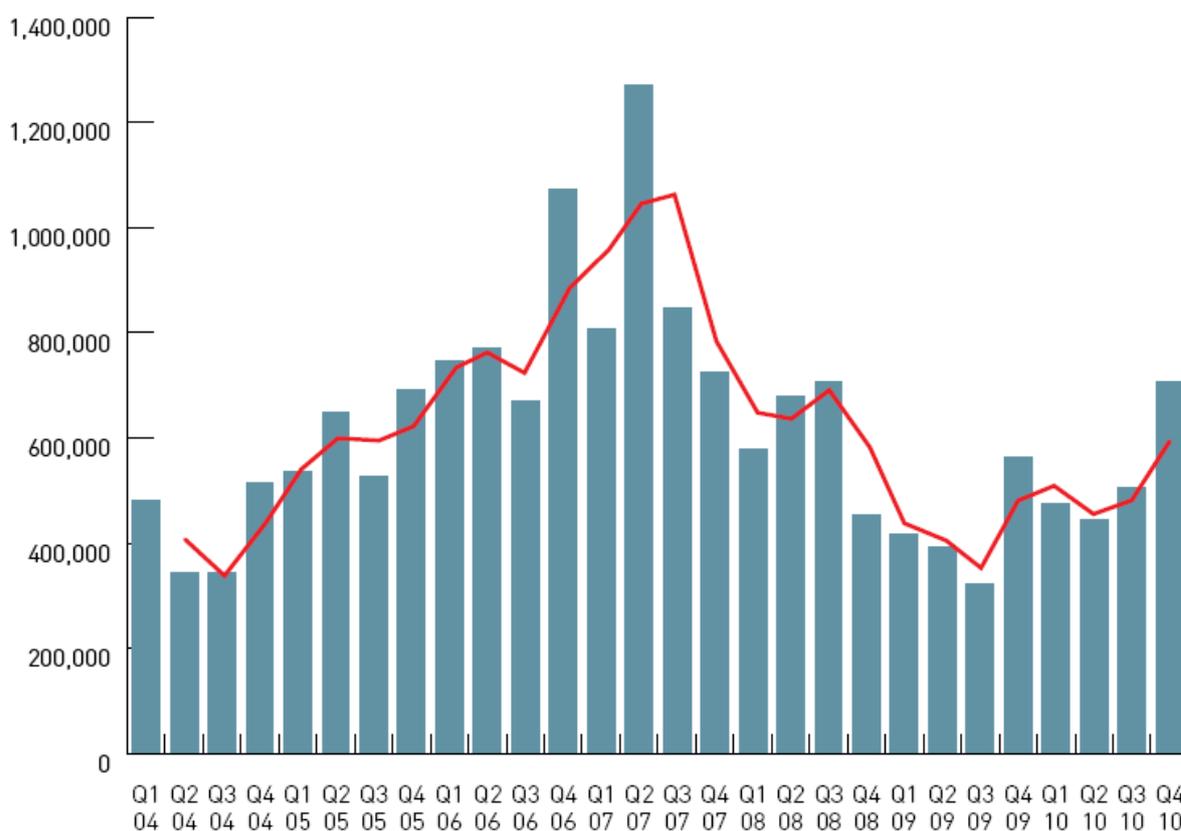


Figura 1 - Valor e Tendência das Transações de Fusões e Aquisições por Trimestre no Mundo (em US\$ milhões)

Fonte: MERGERMARKET, 2011, p. 2.

No Brasil, em particular, foram realizadas 726 operações de fusões e aquisições em 2010, recorde histórico para o país desde o início do levantamento deste tipo de operação, em 1994 (KPMG, 2011). O principal motor das transações foi o apetite das empresas estrangeiras por aquisições de empresas brasileiras (KPMG, 2011). Como pode ser observado no gráfico a seguir, as transações envolvendo empresas estrangeiras representaram mais da metade do total de 726 operações.

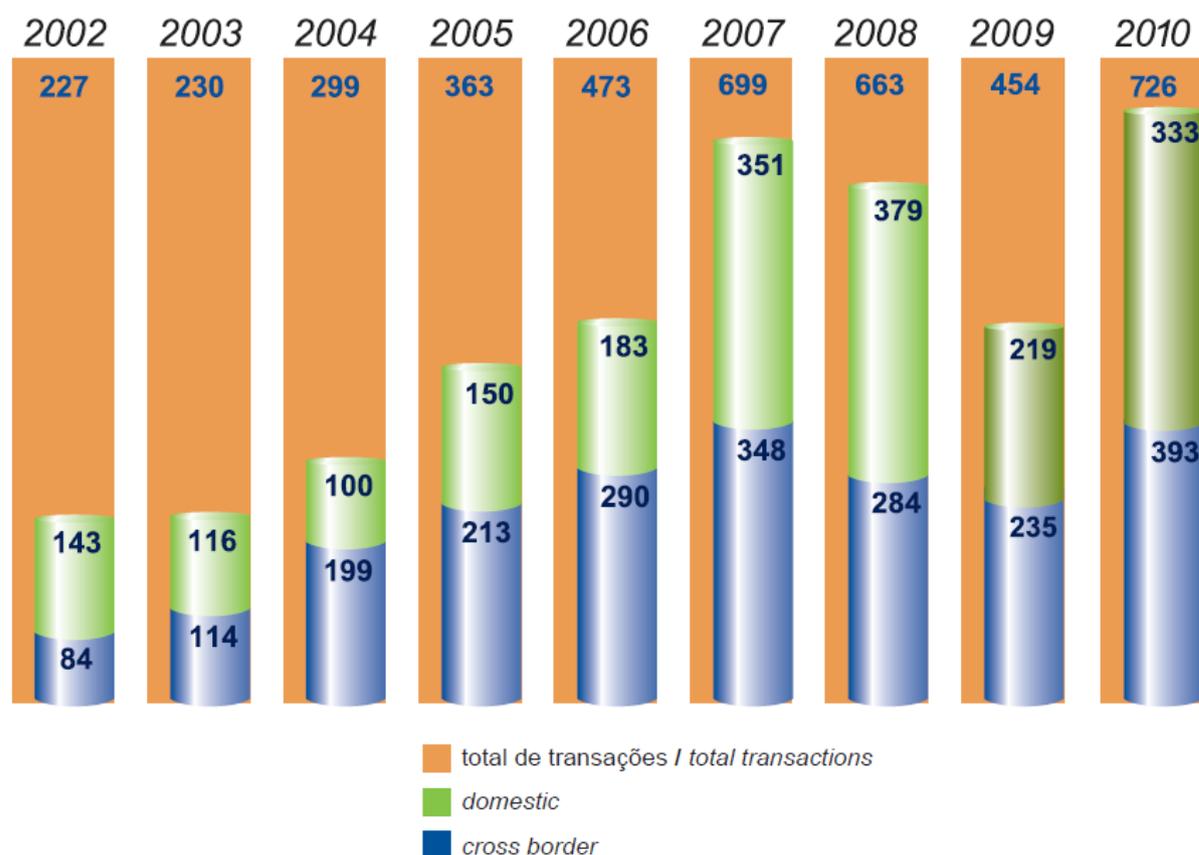


Figura 2 - Evolução Anual do Número de Operações de Fusão e Aquisição no Brasil

Fonte: KPMG, 2011, p. 19.

Adicionalmente, o foco desta dissertação no Brasil permite a ampliação geográfica da agenda de pesquisa em estratégia empresarial nas economias emergentes. Segundo Hoskisson et al (2000), apesar de vários países em muitas regiões serem identificados como economias emergentes, as pesquisas em estratégia empresarial têm focado a China e alguns países da Europa Central e Oriental. Além disso, como as características específicas dos grupos econômicos podem variar de país para país (GHEMAWAT; KHANNA, 1998), é importante aprofundar o estudo deste tipo de organização nos diversos países em que ela se manifesta.

Por fim, esta dissertação é relevante porque expande a investigação científica sobre dois assuntos cuja intersecção ainda é muito pouco explorada. Não foram encontrados em bases de artigos acadêmicos importantes, tais como EBSCO, ProQuest e JSTOR, outros estudos envolvendo, ao mesmo tempo, grupos econômicos e aquisições, no Brasil ou no mundo.

1.3 Objetivos do Trabalho

O objetivo principal desta dissertação é analisar o impacto da afiliação a grupos econômicos sobre o desempenho empresarial pós-aquisição no Brasil.

Os grupos econômicos representam a internalização das falhas de mercado por empreendedores buscando superar as dificuldades de obtenção de capital, mão-de-obra, matérias-primas, componentes e tecnologia em mercados emergentes (GUILLÉN, 2000). A proposta deste trabalho é verificar se o acesso a um mercado interno de recursos permite a uma empresa afiliada obter um desempenho superior em relação a empresas independentes no caso de aquisições.

Alguns estudos empíricos anteriores fizeram algum progresso em identificar vários aspectos positivos e negativos da afiliação a grupos econômicos (KHANNA; RIVKIN, 2001). No entanto, não foram encontrados estudos sobre a afiliação a grupos econômicos e seus efeitos sobre o desempenho após a ocorrência de aquisições.

Outro objetivo deste trabalho é verificar se as empresas afiliadas beneficiam-se tanto de aquisições relacionadas como de aquisições não-relacionadas. Se, de um lado, a visão baseada em recursos sustenta que aquisições relacionadas apresentam uma probabilidade maior de criação de valor (SINGH; MONTGOMERY, 1987), de outro, os grupos econômicos são um conjunto de empresas muitas vezes não relacionadas (KHANNA; PALEPU, 1997).

Também será verificado se a origem do capital do grupo ao qual pertencem as empresas envolvidas em transações influencia o desempenho pós-aquisição e se existe variação deste desempenho em relação ao tipo de aquisição realizada.

Por fim, também se deseja verificar a diferença que a origem do capital dos grupos econômicos pode ter sobre os diferentes tipos de aquisição. Mais especificamente, o objetivo é verificar se as empresas afiliadas a grupos nacionais apresentam um desempenho superior às empresas afiliadas a grupos estrangeiros em aquisições relacionadas e em aquisições não-relacionadas.

Desta forma, esta dissertação contribuirá para alargar o conhecimento sobre grupos econômicos e sobre aquisições empresariais realizadas por empresas afiliadas. Será possível confrontar efeitos teóricos previstos com resultados práticos no contexto brasileiro.

1.4 Estrutura da Dissertação

Esta dissertação inicia com uma revisão teórica sobre grupos econômicos, na qual se conceitua e caracteriza esta forma organizacional típica de mercados emergentes.

Em seguida são apresentadas de forma resumida algumas perspectivas teóricas utilizadas no estudo dos grupos econômicos. Posteriormente, realiza-se um aprofundamento das perspectivas da economia e da visão baseada em recursos, que embasarão a derivação das hipóteses do trabalho. Explica-se a origem dos grupos econômicos e as vantagens e desvantagens da afiliação com base nestas duas perspectivas.

A revisão teórica segue com uma descrição das aquisições sob a perspectiva da visão baseada em recursos, segundo a qual estas transações são utilizadas para se obter acesso a recursos para os quais não existe um mercado competitivo (DIERICKX; COOL, 1989). E termina com a derivação das hipóteses do trabalho, na qual são utilizados argumentos das perspectivas da economia e da visão baseada em recursos.

Depois da revisão teórica, descreve-se o método de pesquisa, explicando como a pesquisa foi estruturada, como ocorreu a seleção das empresas a serem estudadas, quais variáveis foram levantadas em quais fontes de dados, qual o modelo estatístico utilizado para testar as hipóteses derivadas e como foi desenvolvido um teste de robustez para validar os resultados das análises estatísticas principais.

Em seguida, apresentam-se os resultados das análises estatísticas, com a descrição de algumas características da amostra selecionada e a comparação entre os efeitos esperados derivados da teoria e os efeitos efetivamente observados decorrentes do exame empírico.

O trabalho prossegue com a apresentação das conclusões finais, que englobam as conclusões do estudo, as implicações para a prática, as limitações e as sugestões para pesquisa futura.

O documento termina com a apresentação das referências bibliográficas utilizadas ao longo do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Grupos Econômicos

2.1.1 Definição, Contextualização e Caracterização

Khanna e Rivkin (2001) propõem que um grupo econômico é um conjunto de empresas que, apesar de legalmente independentes, são vinculadas por uma constelação de laços formais e informais e estão acostumadas a tomar ações coordenadas. Eles geralmente adotam uma estrutura piramidal, na qual as subsidiárias integrais são entidades legais separadas, com responsabilidade limitada e acesso autônomo aos mercados de capitais externos (CESTONE; FUMAGALLI, 2005). Os *chaebols* coreanos, as holdings familiares turcas, as *business houses* da Índia e os grupos latino-americanos e espanhóis são exemplos de grupos econômicos (GUILLÉN, 2000; KHANNA; RIVKIN, 2001).

Grupos econômicos diversificados operando em uma série de atividades não relacionadas são típicos dos países capitalistas que se industrializaram após a Segunda Guerra Mundial (GRANOVETTER, 1995; KHANNA; PALEPU, 1997). Nestas economias emergentes, os grupos econômicos desempenham um papel proeminente (KHANNA; RIVKIN, 2001), controlando uma porção substancial dos ativos produtivos e respondendo pelas maiores e mais visíveis empresas (KHANNA; PALEPU, 1997).

O termo economias emergentes surgiu do *International Finance Corporation* (IFC), uma entidade do Banco Mundial, no início dos anos 1980 para distinguir os mercados emergentes de renda média nos quais as instituições financeiras estrangeiras eram autorizadas a comprar valores mobiliários (HOSKISSON et al., 2005). Nos anos mais recentes, o significado de economias emergentes expandiu-se para países anteriormente denominados em desenvolvimento (HOSKISSON et al., 2005).

Não existe uma definição de mercado emergente amplamente aceita, mas existem três aspectos da economia de um país que geralmente embasam várias definições (ARNOLD; QUELCH, 1998). O primeiro destes aspectos é a nível absoluto de desenvolvimento econômico, comumente indicado pelo PIB per capita médio. O segundo é a velocidade relativa de desenvolvimento econômico, freqüentemente indicada pela taxa de crescimento do PIB. O último aspecto é o sistema de governança de mercado e, em particular, a extensão e a estabilidade de um sistema de livre mercado.

Segundo Arnold e Quelch (1998), o que a maior parte das empresas dos países desenvolvidos considera como infra-estrutura mercadológica básica é bastante ausente nos mercados emergentes como, por exemplo, dados mercadológicos, sistemas de distribuição, canais de comunicação, disciplina regulatória e regulamentação mercadológica sem mudanças freqüentes e imprevisíveis. Além disso, os mercados emergentes são caracterizados por altos níveis de diversidade de produtos entre países e entre regiões de um mesmo país, falsificação de produtos generalizada, estruturas de poder pouco claras em complexas redes de negócios locais e figuras políticas (ARNOLD; QUELCH, 1998).

Os mercados emergentes são ambientes de alto risco para novos entrantes por causa da sua herança de instabilidade política e econômica e das tensões resultantes da rápida implantação de programas de reforma econômica (ARNOLD; QUELCH, 1998). As regras formais podem mudar da noite para o dia por causa de decisões políticas e judiciais (HOSKISSON et al, 2000). Corrupção e suborno são generalizados (HOSKISSON et al, 2000). Os governos nacionais e locais e outros órgãos regulatórios são muito mais influentes (ARNOLD; QUELCH, 1998). Isto reflete tanto a recente história dos mercados emergentes como economias comandadas ou mercados fechados, como o desejo dos governos de criar negócios locais à medida que a economia cresce e a importância dos projetos estatais de infraestrutura. O estabelecimento de relações com o governo pode resultar em benefícios tangíveis tais como a concessão de licenças ou autorizações (ARNOLD; QUELCH, 1998).

Apesar dos grupos econômicos serem um fenômeno comum em países emergentes, onde os executivos locais têm uma clara intuição do conceito de grupo econômico e podem associar as empresas afiliadas aos grupos com pouca ou nenhuma ambigüidade (KHANNA; RIVKIN, 2001), é difícil explicar a sua definição para executivos de economias desenvolvidas. O conceito mais próximo dos grupos econômicos em economias desenvolvidas são os conglomerados. Mas os grupos econômicos são diferentes pelo fato de que não cresceram como resultado de uma busca por diversificação financeira, mas a partir de uma habilidade de estabelecer novos empreendimentos através de uma variedade de indústrias de forma rápida e pouco custosa (GUILLÉN, 2000). Além disso, ao contrário dos conglomerados norte-americanos, cada empresa afiliada a um grupo econômico é uma entidade independente e a participação acionária de investidores externos pode variar de empresa a empresa (KHANNA; YAFEH, 2007).

Em relação aos laços que vinculam as empresas dos grupos econômicos, destacam-se dois aspectos (KHANNA; RIVKIN, 2001). Primeiro, os laços são numerosos e se sobrepõem. Segundo, eles são econômicos e sociais, formais e informais. Eles podem

compreender propriedades cruzadas, transações de mercado entre empresas do grupo e/ou relações sociais (laços de família, amizade ou afinidade) (KHANNA; RIVKIN, 2001; LEFF, 1978; YIU; BRUTON; LU, 2005). Os diversos laços entre as afiliadas dos grupos permitem que eles tomem ações coordenadas (KHANNA; RIVKIN, 2001). Em muitos países, empresas membros de certos grupos econômicos apresentam uma frente única para públicos externos. As empresas membros podem, por exemplo, compartilhar uma marca, levantar capital em conjunto, fazer *lobby* com políticos e burocratas em conjunto, recrutar gestores como um grupo e juntar recursos para investir em novos empreendimentos (KHANNA; RIVKIN, 2001). As empresas dentro de um grupo também podem trocar recursos internamente (KHANNA; RIVKIN, 2001). Capital pode fluir para membros em dificuldades financeiras ou para membros cujas oportunidades excedem sua habilidade de gerar capital; gestores habilidosos podem ser treinados em conjunto e transferidos para onde eles são necessários; informações podem ser trocadas em reuniões formais do grupo, em clubes informais ou em reuniões de família; e os membros podem comprar e vender mercadorias entre eles (KHANNA; RIVKIN, 2001).

Além dos laços que vinculam as empresas afiliadas a um grupo econômico, geralmente ainda há uma entidade central que oferece um controle administrativo ou financeiro comum (LEFF, 1978) ou uma coordenação gerencial entre as empresas membros (KHANNA; RIVKIN, 2001). Esta entidade central tem autonomia estrutural e controle sobre recursos e informações e, assim, potencial aumentado de influenciar as empresas afiliadas (YIU et al, 2007). Ela pode ser o proprietário-fundador (uma família ou um empreendedor individual), um investidor financeiro ou uma empresa privada (YIU et al, 2007). Neste sentido, um grupo econômico funciona como uma organização na qual existe uma empresa-mãe poderosa ou uma empresa central circundada por organizações descendentes nas quais a empresa-mãe detém uma participação de controle, a propriedade ou uma posição social dominante (YIU et al, 2007). A presença de uma entidade central diferencia os grupos econômicos dos tipos horizontais de rede na qual nenhum membro está sujeito do controle dominante de outras empresas membros da rede (YIU et al, 2007).

Yiu et al (2007) introduzem o conceito de conectividade horizontal para caracterizar as ligações entre as afiliadas de um grupo econômico. Segundo os autores, existe uma variedade de mecanismos internos para aumentar as conexões horizontais entre empresas afiliadas:

- **Transações internas.** Referem-se ao comércio ou a alocação de bens e/ou recursos entre as empresas que pertencem ao mesmo grupo econômico

(CHANG; HONG, 2000; GUILLÉN, 2000; YIU; BRUTON; LU, 2005). Devido à existência de vazios institucionais nas economias emergentes, as empresas negociam por meio de um mercado interno de um grupo econômico por recursos críticos (KHANNA; PALEPU, 2000a). As vantagens de realizar transações dentro da organização incluem maiores incentivo para monitoramento, geração de informações mais acuradas (em relação aos mercados externos) a partir da qual se pode basear a decisão de alocação de recursos entre as unidades e a capacidade de realocação dos recursos em caso de mau desempenho (GERTNER; SCHARFSTEIN; STEIN, 1994).

- **Participações cruzadas.** Referem-se à situação na qual as empresas individuais em um grupo econômico detêm participações acionárias entre elas (YIU et al, 2007). Participações cruzadas entre as empresas criam interdependência entre as empresas membros e facilita a troca de informações e recursos (YIU et al, 2007).
- **Diretorias inter-travadas.** Ocorrem quando um executivo de uma empresa afiliada empresa senta-se no conselho de administração de outra empresa do mesmo grupo econômico (YIU et al, 2007).
- **Laços sociais.** Refere-se ao modo como duas ou mais entidades que são parte de um sistema social organizacional comportam-se umas com as outras (YIU et al, 2007). Os laços sociais proporcionam aos grupos econômicos um sistema alternativo para compartilhar ou comercializar bens e recursos (YIU et al, 2007). A preferência por laços sociais não é dirigida pela busca de eficiência de baixo custo, mas baseada na redução dos riscos dado um histórico de relações prováveis de permanecer estáveis e confiáveis (YIU et al, 2007). Neste sentido, os laços sociais criam um sistema semelhante a uma comunidade ou um clube que permite às empresas individuais compartilhar recursos ou coordenar suas atividades de forma conjunta (YIU et al, 2007).

Yiu et al (2007) também exploram o conceito de estrutura vertical, que funciona como uma cadeia de comando ao longo da hierarquia, desde o proprietário dominante à gestão de cada uma das empresas. Esta estrutura diferencia os grupos econômicos das corporações públicas nos Estados Unidos ou em outras economias desenvolvidas nas quais a propriedade é amplamente dispersa entre um grande número de acionistas (YIU et al, 2007). Nos grupos

econômicos, a estrutura de propriedade geralmente é concentrada e uma entidade domina ou controla a maior parte das ações (YIU et al, 2007).

2.1.2 Perspectivas Teóricas sobre Grupos Econômicos

Cinco perspectivas distintas são utilizadas no estudo dos grupos econômicos. A economia, a sociologia econômica, a política econômica e a visão baseada em recursos propõem razões distintas para o surgimento e o crescimento dos grupos econômicos. A teoria de agência, por sua vez, serve ao estudo das relações entre acionistas controladores e acionistas minoritários.

Em relação às quatro primeiras perspectivas, cada uma delas enfatiza um fator distinto para explicar a importância dos grupos econômicos: falhas de mercado, estrutura social, atividade estatal e acumulação de competências.

Os economistas assumem que os grupos econômicos diversificados só podem existir quando da ausência de um mercado em bom funcionamento (GUILLÉN, 2000). Em países com instituições de mercado em bom funcionamento, a capacidade para transações de mercado eficientes é melhorada por meio de informações de mercado, contratos, mecanismos de cumprimento e sistemas de monitoramento e controle externos (YIU et al, 2007). Em economias com instituições de mercado fracas, a facilidade para conduzir negócios é melhorada por meio de processos administrativos impostos dentro de hierarquias organizacionais através de poder e autoridade dos executivos envolvidos (YIU et al, 2007). Desta forma, os economistas consideram os grupos econômicos como substitutos funcionais para falhas de alocação no mercado de insumos de produção (LEFF, 1978). Os grupos econômicos representam a internalização das falhas de mercado por empreendedores buscando superar as dificuldades de obtenção de capital, mão-de-obra, matérias-primas, componentes e tecnologia em mercados emergentes. Os grupos intervêm onde o mercado não é eficiente e institucionalizam um mecanismo de alocação alternativo de modo que a produção possa ocorrer (KHANNA; PALEPU, 1997).

A abordagem da sociologia econômica, por sua vez, realça a maneira como padrões sociais e culturais geram diferentes tipos de organização (GUILLÉN, 2000). A argumentação gira em torno do conceito de autoridade desenvolvido pela tradição sociológica Weberiana e a premissa central é de que as empresas adotam estruturas semelhantes à estrutura social que as cerca (GUILLÉN, 2000). Os sociólogos econômicos tentam identificar

como os padrões de autoridade vertical, horizontal e recíproca afetam a organização nos níveis da empresa e entre as empresas (GUILLÉN, 2000). Muitos trabalhos realizados com base nesta perspectiva sugerem que os grupos econômicos cresceram de certa forma naturalmente a partir de famílias, clãs ou outras relações interpessoais (HOSKISSON et al., 2005). Além dos fatores econômicos, fatores sociais, tais como o simbolismo, a legitimidade, o prestígio e o poder, também impactam a troca econômica (YIU et al, 2007).

A terceira abordagem foca o desenvolvimento econômico tardio como um processo dirigido pelo estado e/ou por bancos (GUILLÉN, 2000). O ponto de vista da economia política enfatiza o papel do governo na formação dos grupos econômicos (HOSKISSON et al., 2005), utilizados como um modo de promover o desenvolvimento econômico (FISMAN; KHANNA, 2004). Esta disciplina sugere que os governos podem estimular ativamente a formação dos grupos econômicos ao proporcionar acesso ao capital de modo a facilitar o desenvolvimento (GUILLÉN, 2000). Os grupos econômicos são vistos como um mecanismo do estado para atingir objetivos tanto políticos como econômicos (YIU et al, 2007).

De fato, em muitos países a origem dos grupos econômicos foi muito influenciada por políticas governamentais (KHANNA; YAFEH, 2007). No Brasil, por exemplo, a proteção (por meio de barreiras tarifárias e não-tarifárias e de priorização de setores estratégicos) e o financiamento estatais beneficiaram os grupos econômicos (KHANNA; YAFEH, 2007).

A perspectiva da economia política ainda sugere que o controle estatal dá origem a uma influência significativa sobre a estrutura de autoridade e os mecanismos de controle interno dos grupos econômicos (YIU et al, 2007). Em particular, quando o estado detém uma participação majoritária em um grupo econômico, este é tipicamente dirigido de acordo com os interesses do estado (YIU et al, 2007). Os governos também podem utilizar a intervenção indireta ao prover políticas de incentivo que influenciam o desenvolvimento dos grupos econômicos (YIU et al, 2007). Mesmo quando não intencionadas a promover os grupos econômicos, algumas distorções políticas podem encorajá-los (GHEMAWAT; KHANNA, 1998). Na Índia, por exemplo, o sistema de impostos teve um papel importante de incentivo à formação dos grupos econômicos (GHEMAWAT; KHANNA, 1998). A taxação de produtos baseada no valor das vendas e não no valor adicionado induziu a integração vertical por parte de muitos negócios de larga escala (GHEMAWAT; KHANNA, 1998).

Quanto à visão baseada em recursos, a premissa de Guillén (2000) é de que empreendedores e empresas em mercados emergentes criam grupos diversificados se as condições político-econômicas permitirem que eles adquiram e mantenham a competência

(*capability*) de combinar recursos internos e externos (insumos, processos e acesso a mercado) para entrar em novas indústrias de forma repetitiva. Aqueles que aprenderem a combinar estes recursos de forma rápida e eficaz serão os mais aptos a criar grupos econômicos por meio de entradas repetitivas em novas indústrias (GUILLÉN, 2000).

Em relação à teoria de agência, esta perspectiva enxerga os grupos econômicos como uma coleção de relações de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários (YIU et al, 2007). Uma característica única da estrutura de propriedade de um grupo econômico é a estrutura de propriedade vertical por meio da qual uma pequena fração de participação em diferentes empresas individuais pode controlar uma grande quantidade de ativos através de uma pirâmide de participações (YIU et al, 2007). Esta estrutura de propriedade pode permitir aos acionistas controladores expropriar a riqueza dos acionistas minoritários ao escoar recursos do grupo econômico em benefício próprio (CHANG, 2003). O escoamento de recursos (*tunneling*) pode ser realizado de diversas maneiras: expropriação de oportunidades corporativas de uma empresa por seus acionistas controladores, preços de transferência que favoreçam os acionistas controladores, transferência de ativos de uma empresa para seus acionistas controladores a preços inferiores aos preços de mercado ou diluição da participação dos acionistas minoritários via emissão de ações (JOHNSON et al. 2000). A teoria de agência atribui as relações de agência em um grupo econômico aos fracos mecanismos de controle e monitoramento externos, típicos das economias emergentes (YIU et al, 2007).

2.2 A Perspectiva Econômica

2.2.1 A Origem dos Grupos Econômicos de acordo com a Perspectiva Econômica

A presença dos grupos econômicos diversificados (e bem sucedidos) em muitos países contrasta com a sabedoria convencional (KHANNA; YAFEH, 2007). A literatura de finanças e organização industrial tem documentado que negócios afiliados a empresas diversificadas norte-americanas apresentam um desempenho inferior ao de seus competidores mais focados (KHANNA; PALEPU, 2000a). Dentre as razões citadas para explicar este desempenho inferior estão a alocação inapropriada de direitos decisórios, a alocação ineficiente de capital e a fraca governança interna (KHANNA; PALEPU, 2000a). Por que então a diversificação na forma de grupos econômicos é tão comum nos mercados emergentes?

Khanna e Yafeh (2007) argumentam que os grupos econômicos deveriam ser mais comuns em economias com instituições de mercado menos desenvolvidas. O papel das instituições em uma economia é reduzir os custos de transação por meio da redução da incerteza e da definição de uma estrutura estável que facilite as interações (HOSKISSON et al, 2000). No entanto, estas instituições, que podem tornar a diversificação desnecessária ou até mesmo prejudicial nas economias desenvolvidas, não existem ou são pouco desenvolvidas nas economias mais pobres.

Os mercados de capitais são incompletos e podem estar sujeitos a problemas de informação ou de outros tipos, tornando a redução de risco através da diversificação e o uso de mercados de capitais internos relativamente eficientes em comparação a mercados externos mal regulados (KHANNA; YAFEH, 2007).

Problemas de informação podem prejudicar a eficiência do mercado financeiro, criando oportunidade para que estruturas de grupo melhorem os processos de geração e alocação de capital em relação a negócios que atuam de forma independente (GHEMAWAT; KHANNA, 1998). No que tange o processo de geração de capital, agrupar negócios não-relacionados pode melhorar o acesso ao capital externo como resultado da redução da variabilidade dos fluxos de caixa, da probabilidade de dificuldades financeiras e dos custos de falência envolvidos (GHEMAWAT; KHANNA, 1998). Em relação ao processo de alocação de capital, as estruturas de grupo podem ser capazes de tomar melhores decisões de alocação de capital, de basear-se em mais informações do que seria prudente revelar em público e de efetuar mudanças na estratégia com custos de transação menores do que incorridos pelo

mercado por controle corporativo (GHEMAWAT; KHANNA, 1998). Segundo Ghemawat e Khanna (1998), os benefícios potenciais dos mercados internos de capital devem ser levados a sério nos países em desenvolvimento.

Recursos humanos necessários são geralmente escassos por causa de sistemas de educação subdesenvolvidos (HOSKISSON et al., 2005). Os mercados por talento gerencial também estão repletos de imperfeições, com gestores permanecendo por longos períodos de tempo em empregos que não correspondem às suas habilidades (KHANNA; RIVKIN, 2001). A imobilidade da mão-de-obra em economias emergentes surge em parte porque informações confiáveis sobre as habilidades de um gestor são difíceis de serem obtidas (KHANNA; RIVKIN, 2001). Os custos fixos incorridos para recrutar e treinar altos executivos podem ser proibitivo para algumas empresas em países emergentes (KHANNA; RIVKIN, 2001). Nos grupos econômicos, por sua vez, funcionários treinados podem ser aproveitados para uma variedade de tarefas em diversas empresas, o que os torna possíveis substitutos para instituições de treinamento da mão-de-obra e de executivos (KHANNA; YAFEH, 2007).

Mercados de produtos e insumos em economias emergentes também podem sofrer com escassez de participantes e fraca execução de contratos, que pode impedir o comércio entre partes que temam o comportamento oportunista (KHANNA; RIVKIN, 2001). Ao investir em uma marca guarda-chuva e uma reputação por negociações justas, um grupo pode se comprometer de forma crível a produzir produtos de alta qualidade e a não agir de forma oportunista (KHANNA; RIVKIN, 2001).

Os grupos também podem resolver as falhas nos mercados para transferência de capital e tecnologia entre fronteiras (KHANNA; RIVKIN, 2001). Temerosos de que seu capital ou sua propriedade intelectual sejam expropriados, as empresas de economias avançadas podem hesitar em emprestar dinheiro ou licenciar tecnologia em países emergentes (KHANNA; RIVKIN, 2001). Portanto, baixos níveis de investimento em reputação podem complicar transações de mercado de forma que encoraje a formação de grupos (GHEMAWAT; KHANNA, 1998). Os efeitos da reputação podem ser valiosos principalmente em países em desenvolvimento, nos quais os sistemas legais são relativamente subdesenvolvidos, tornando a resolução legal de disputas contratuais mais custosa do que em países desenvolvidos (GHEMAWAT; KHANNA, 1998). Uma empresa afiliada a um grupo pode superar a dificuldade em obter capital e tecnologia ao colocar a reputação do grupo todo em jogo (KHANNA; RIVKIN, 2001).

As economias emergentes tradicionalmente sofrem de deficiências de infraestrutura (WAN; HOSKISSON, 2003), tornando mais custoso para as empresas destas

economias realizarem transações umas com as outras. Como resultado de sistemas de distribuição ineficientes, de restrições à importação e da falta de capital necessário, matérias-primas essenciais estão frequentemente indisponíveis às empresas (HOSKISSON et al., 2005).

Além disso, execução de contratos limitada, aplicação de leis inadequada e sistema judiciário ineficiente elevam os custos de transação entre partes não relacionadas (KHANNA; YAFEH, 2007).

Desta forma, imperfeições no mercado de capitais, problemas de informação, deficiências no mercado de trabalho, mercados de produtos e insumos insuficientes, falhas nos mercados para transferência de capital e tecnologia, execução de contratos limitada, aplicação de leis inadequada e outras carências institucionais podem dar origem a grupos econômicos que proporcionam estes bens às suas empresas afiliadas. Por isso, empresas afiliadas a grupos econômicos podem ser capazes de consumir transações favoráveis que empresas independentes não podem (KHANNA; RIVKIN, 2001). Elas podem acessar mercados de capitais, mão-de-obra, e produto de forma menos custosa do que empresas independentes e podem trocar produtos e serviços internamente sem os riscos das transações externas (KHANNA; RIVKIN, 2001). Elas também têm maior acesso a estruturas de poder político e, assim, exposição a um maior conjunto de oportunidades (KHANNA; RIVKIN, 2001).

Antes de prosseguir, vale ainda descrever o papel potencialmente negativo dos grupos econômicos em relação ao bem-estar social. Em contraposição à substituição das falhas de mercado, os grupos econômicos podem estar associados a uma redução do nível geral de intensidade competitiva em uma economia (GHEMAWAT; KHANNA, 1998) e a uma atuação “parasitária” junto aos governos em busca de renda (KHANNA; YAFEH, 2007).

Existem boas razões teóricas para suspeitar que os grupos econômicos detenham poder de mercado considerável (KHANNA; YAFEH, 2007). Como os laços existentes entre as empresas afiliadas permitem que elas coordenem suas ações nos seus mercados de atuação (KHANNA; RIVKIN, 2001), os grupos econômicos podem levar seus competidores à falência ou impedir a entrada de um novo concorrente. Eles se utilizam de bolsos mais fundos, vantagens de pioneirismo ou laços com o governo (KHANNA; YAFEH, 2007) para reduzir a intensidade competitiva e adquirir poderes de monopólio em uma economia.

Khanna e Yafeh (2007) comentam que a literatura muitas vezes retrata os grupos econômicos como organizações “parasitas” devido aos seus fortes laços com governos em muitos países. De fato, na maior parte dos países, os grupos surgiram com pelo menos algum

grau de suporte governamental e, em algumas circunstâncias, continuam a se aproveitar das relações com as autoridades (KHANNA; YAFEH, 2007). Khanna e Yafeh (2007) citam alguns estudos sobre o valor das conexões com os governos e o recebimento de tratamentos favoráveis por parte dos grupos econômicos.

Ainda em relação a esta atuação “parasitária”, Khanna e Rivkin (2001) argumentam que a atuação política dos grupos é uma estratégia para explorar falhas de mercado. Os autores explicam que acesso ao poder político é especialmente importante em países nos quais as autoridades desempenham um papel grande e não-imparcial na economia, como é o caso dos mercados emergentes. Não existem mercados abertos por favores políticos, mas, dentro de um grupo, um favor pode ser deslocado de empresa a empresa, para onde for de maior valor (KHANNA; RIVKIN, 2001). Por isso, os grupos econômicos têm incentivos para investir nas relações com governos e executar ações de *lobby* (KHANNA; RIVKIN, 2001).

2.2.2 Vantagens e Desvantagens da Afiliação a Grupos sob a Perspectiva Econômica¹

As diferentes razões pelas quais surgem os grupos econômicos, suas características variadas e os ambientes diversos nos quais eles proliferam tornam o seu impacto sobre o desempenho das empresas afiliadas bastante ambíguo. Os grupos geram benefícios e também impõem custos para as empresas afiliadas e somente a pesquisa empírica pode verificar se os benefícios prevalecem sobre os custos ou vice-versa (KHANNA; RIVKIN, 2001). Independente de qual é maior, os benefícios e os custos tendem a ser compartilhados entre as empresas do grupo (KHANNA; RIVKIN, 2001), afetando o desempenho delas no nível individual.

Em relação às vantagens da afiliação a um grupo econômico, diversos argumentos podem ser listados. Segundo Khanna e Palepu (2000a), em um contexto de mercado emergente, onde a ausência de instituições intermediárias torna custoso para empresas adquirirem os insumos necessários, desenvolverem uma imagem de qualidade nos mercados de produto e estabelecerem relações contratuais com parceiros internacionais em *joint-ventures*, um empreendimento pode ser perseguido de forma mais lucrativa como parte um

¹ Esta seção do documento foi elaborada a partir de alguns artigos que exploram tanto as vantagens como as desvantagens dos grupos econômicos, tais como Khanna e Palepu (2000a) e Khanna e Rivkin (2001).

grupo econômico diversificado que pode atuar como um intermediário entre os empreendedores individuais e as imperfeições de mercado. A escala e o escopo dos grupos permitem a eles replicar internamente as funções proporcionadas por instituições intermediárias autônomas nas economias avançadas (KHANNA; PALEPU, 2000a). As empresas afiliadas a grupos econômicos, pois, podem beneficiar-se do acesso a estas instituições internas para mitigar falhas nos mercados externos. Desta forma, elas podem ser capazes de consumir transações favoráveis que empresas independentes não poderiam (KHANNA; RIVKIN, 2001). Podem acessar mercados de capitais, mão-de-obra e produto de forma menos custosa do que empresas independentes e podem trocar produtos e serviços internamente sem os riscos das transações externas (KHANNA; RIVKIN, 2001). Elas também têm maior acesso a estruturas de poder político e, assim, exposição a um maior conjunto de oportunidades (KHANNA; RIVKIN, 2001). Também podem ter melhor acesso ao capital e às tecnologias estrangeiras caso os investidores internacionais e parceiros de *joint-ventures* valorizem sua reputação e seu acesso preferencial a membros do governo (KHANNA; PALEPU, 2000a). Ainda podem utilizar seu histórico e reputação nas linhas de negócio atuais para obter credibilidade entre fornecedores e clientes para novos empreendimentos (KHANNA; PALEPU, 2000a).

Nos mercados emergentes, as estruturas de grupos também podem ter a capacidade de reduzir os custos da diversificação (KHANNA; PALEPU, 2000a). Além disso, se uma empresa possui certos recursos que podem ser desdobrados de forma lucrativa fora da indústria em que ela opera, a diversificação corporativa também pode ser benéfica para seus acionistas (KHANNA; YAFEH, 2007). Ademais, quando os mercados de capitais não funcionam adequadamente, a diversificação em outras indústrias ainda pode reduzir o risco da empresa (KHANNA; YAFEH, 2007).

Em contraposição aos argumentos positivos, há uma série de desvantagens relacionadas à afiliação a grupos econômicos. De acordo com Khanna e Rivkin (2001), os custos mais diretos referem-se ao grupo ocupando-se de certas ações centrais custosas que podem ou não ser benéficas. Por exemplo, treinamentos por todo o grupo podem ter maiores custos do que benefícios especialmente se as necessidades de treinamento das afiliadas são muito diferentes entre si. Além dos custos diretos, outros prejuízos da afiliação a grupos econômicos podem ser citados. Por exemplo, as empresas afiliadas podem ter uma obrigação de ajudar outras empresas que estão desempenhando mal (KHANNA; RIVKIN, 2001). Os executivos, seguros sob o guarda-chuva do grupo, podem ter incentivos fracos para gerir seus negócios de forma eficiente (KHANNA; RIVKIN, 2001). E os laços sociais que vinculam as

empresas podem mantê-las unidas a seus grupos apesar de custos econômicos e desempenhos inferiores devido a pressões de seleção menores (KHANNA; RIVKIN, 2001).

Segundo Khanna e Palepu (2000a), a participação dos acionistas controladores em diversas empresas do grupo pode resultar em má alocação do capital, com o fluxo de caixa gerado por empresas lucrativas sendo investido em empreendimentos não rentáveis, mesmo que este não seja o interesse dos demais acionistas. Os possíveis conflitos de agência também podem levar empresas afiliadas a grupos a serem desfavorecidas por fornecedores estrangeiros de capital e tecnologia (KHANNA; PALEPU, 2000a). Além disso, os grupos econômicos podem perseguir sistemas de compensação ineficientes em suas afiliadas por razões de capital interno (KHANNA; PALEPU, 2000a), subsidiando empresas ou novos empreendimentos de desempenho ruim (CHANG; HONG, 2000). Trocas internas (compra e venda de bens intermediários e finais entre empresas afiliadas) também podem ser utilizadas para subsidiar outros negócios por meio de um esquema de preços internos (CHANG; HONG, 2000). Por causa da dificuldade em adquirir conhecimento em uma variedade de indústrias ao mesmo tempo, o escritório central de um grupo econômico pode deixar de tomar decisões ótimas (KHANNA; PALEPU, 2000a).

Alguns estudos empíricos anteriores fizeram algum progresso em identificar vários aspectos positivos e negativos da afiliação a grupos econômicos (KHANNA; RIVKIN, 2001). Por exemplo, uma lucratividade superior foi associada aos maiores grupos na Coreia (CHANG; CHOI, 1988) e aos grupos mais diversificados na Índia e no Chile (KHANNA; PALEPU, 2000a, 2000b). Kim e Hoskisson (1996) destacam a vantagem comparativa dos grupos econômicos sobre as empresas independentes em sua revisão do sistema japonês de *keiretsu*. Keister (1998) demonstra, no caso da China, que a afiliação a grupos econômicos com empresas financeiras melhora o desempenho e a produtividade das afiliadas. Na Rússia, Perotti e Gelfer (1999) encontraram suporte para a noção de que a afiliação resulta em uma melhor alocação de capital.

Por outro lado, membros de grupos de tamanho médio na Índia e no Chile obtêm retornos menores do que empresas independentes (KHANNA; PALEPU, 2000a, 2000b). Kim e Hoskisson (1996) indicam que as empresas japonesas afiliadas aproveitam os benefícios da afiliação de forma diferente, de acordo com o seu poder relativo dentro do grupo econômico. Perotti e Gelfer (1999) não eliminam a possibilidade de apropriação privada de valor em grupos econômicos na Rússia.

Um estudo bastante interessante, que envolveu o Brasil, foi conduzido por Khanna e Rivkin (2001). Os autores estudaram os efeitos da afiliação a grupos no nível de

lucratividade das empresas membros e concluíram que as afiliadas desempenham melhor do que as não-afiliadas em seis países e pior do que as não-afiliadas em três, sendo que não há diferença entre os níveis de lucratividade em outros cinco países. Os resultados para Brasil, Coréia, México, Tailândia e Turquia sugerem um equilíbrio entre os custos e os benefícios da afiliação a grupos (KHANNA; RIVKIN, 2001).

2.3 A Perspectiva da Visão Baseada em Recursos

A visão baseada em recursos tem como premissa que os recursos podem estar distribuídos de forma diferente entre as empresas e que esta diferença pode perdurar por um longo período de tempo (BARNEY, 2001).

Segundo Barney (1991), entende-se por recurso todos os ativos, habilidades, processos organizacionais, atributos, informações e conhecimento controlados por uma empresa que permitem a ela conceber e implementar estratégias que melhorem sua eficiência e sua eficácia. Para Wernerfelt (1984) os recursos estão ligados de forma semi-permanente às empresas.

Também são vistos como recursos, o conjunto de habilidades heterogêneas que cada empresa possui decorrente de um processo de aprendizagem dependente da trajetória (*path-dependent*) escolhido para fazer as coisas e solucionar os problemas (JACOBIDES; WINTER, 2005). As empresas criam habilidades por um processo histórico, único e às vezes inconsciente de aprendizagem. As habilidades são condicionadas pelos investimentos realizados, pelos ativos que elas possuem ou possuíram no passado, pelo contexto social e cultura e pelo portfólio de atividades, tecnologias e mercados que a empresa tem experimentado. Todas estas condições criam um aprendizado específico e difícil de ser imitado, pois os agentes econômicos estão sujeitos à racionalidade limitada e, assim, dois indivíduos nunca possuem um estoque de conhecimentos idêntico, visto que as limitações cognitivas impedem uma pessoa de absorver todo o conhecimento acumulado e habilidades de outra (CONNER; PRAHALAD, 1996). Portanto, as habilidades de uma empresa não podem ser transmitidas para outra exceto se esta outra embarcar em um processo longo e custoso de persuasão, coordenação e aprendizagem das habilidades da primeira empresa (DÍEZ-VIAL, 2007).

Na visão baseada em recursos, a troca e a acumulação de recursos tornam-se uma necessidade estratégica (DAS; TENG, 2000), dado que a base de recursos de uma empresa influencia a sua busca por uma vantagem competitiva sustentada (CONNER, 1991). A vantagem competitiva sustentada depende de quatro condições: heterogeneidade de recursos, limitantes *ex post* à competição, mobilidade imperfeita dos recursos e limitantes *ex ante* à competição (PETERAF, 1993).

A heterogeneidade dos recursos implica que empresas com competências (*capabilities*) variáveis podem competir no mercado e, ao menos, atingir o ponto de equilíbrio (*breakeven*) (PETERAF, 1993). As empresas mais eficientes podem manter sua vantagem

competitiva apenas se seus recursos não puderem ser expandidos livremente ou imitados (PETERAF, 1993). Portanto, a vantagem competitiva sustentada requer que a condição de heterogeneidade seja preservada (PETERAF, 1993).

A condição de heterogeneidade será preservada apenas quando também existirem limites *ex post* à competição (PETERAF, 1993). Após uma empresa obter uma posição superior e retornos, deve haver forças que limitam a competição por estes retornos, pois a concorrência pode dissipar os retornos ao aumentar a oferta de recursos escassos (PETERAF, 1993). A competição *ex post* é limitada pela imitação imperfeita e pela substituição imperfeita (PETERAF, 1993).

A mobilidade imperfeita também é um requisito chave para a vantagem competitiva. Os recursos são perfeitamente imóveis se não puderem ser negociados (PETERAF, 1993). Também existem recursos imperfeitamente móveis, isto é, aqueles que são negociáveis, porém são mais valiosos dentro da empresa que atualmente os emprega do que fora dela (PETERAF, 1993). Uma vez que recursos imóveis ou imperfeitamente móveis são não negociáveis ou menos valiosos para outros usuários, eles não podem ser rapidamente retirados da empresa (PETERAF, 1993). Permanecem ligados a ela e disponíveis para o uso no longo prazo. Portanto, podem ser uma fonte de vantagem competitiva sustentada.

Uma última condição precisa ser atendida para que uma empresa tenha vantagem competitiva. Deve haver limitantes à competição *ex ante*, ou seja, antes que uma empresa estabeleça uma posição de recursos superior, deve haver competição limitada por aquela posição (PETERAF, 1993). Suponha que seja percebido, *a priori*, por empresas dotadas dos mesmos recursos que ao ocupar certas opções de localização elas podem obter uma posição de recursos não imitável sobre seus concorrentes. O que irá decorrer é uma competição feroz por estas localizações até o ponto em que os retornos antecipados sejam dissipados. Uma localização superior só poderia ser fonte de retornos acima da média se alguma empresa tivesse o conhecimento antecipado ou a sorte de adquiri-la antes dos concorrentes.

2.3.1 A Origem dos Grupos Econômicos de acordo com a Perspectiva da Visão Baseada em Recursos

Na visão baseada em recursos desenvolvida por Guillén (2000), os grupos econômicos diversificados não são considerados substitutos para falhas de mercado, mas uma forma organizacional em competição contra empresas multinacionais estrangeiras e empresas

nacionais não-diversificadas. Segundo o autor, os grupos econômicos surgem quando empreendedores ou empresas acumulam uma competência (*capability*) de entrada repetida em indústrias. Esta competência (*capability*), contudo, só pode ser mantida como uma habilidade valiosa, rara e não-imitável enquanto prevalecerem condições assimétricas de comércio e investimento estrangeiros.

Segundo Barney (1991) e Peteraf (1993), é necessário que certos limites à competição existam para que uma competência (*capability*) possa ser acumulada por meio do aprendizado prático e mantida como ao longo do tempo como um ativo raro, valioso e não-imitável. Os limites que impedem a imitação da estratégia de rápida entrada em novos mercados podem resultar de ambigüidades causais, atrasos temporais, vantagens de tamanho, previsões antecipadas acertadas, pura sorte ou acesso preferencial a recursos (BARNEY, 1991: 105).

Em uma economia emergente, o acesso a recursos depende dos tipos de política que o governo executa para promover o desenvolvimento. Entre as diversas políticas de desenvolvimento, aquelas relacionadas ao comércio e investimento estrangeiros tendem a apresentar um impacto significativo sobre o acesso a recursos por parte de empreendedores e empresas nos mercados emergentes (GUILLÉN, 2000). A razão é que alguns dos recursos para a entrada em uma nova indústria são domésticos e outros podem estar situados além das fronteiras do país. Assim, se as políticas de comércio e investimento são tais que apenas empreendedores e empresas locais podem combinar os recursos internos e externos, eles serão capazes de acumular a competência (*capability*) de entrar em novas indústrias repetidamente e de criar grupos econômicos diversificados (GUILLÉN, 2000). Quando apenas empreendedores e empresas locais são favorecidos pelas políticas de comércio e investimento, diz-se haver uma assimetria no fluxo de capitais.

Um grupo econômico diversificado também pode se desenvolver facilmente a partir de outro recurso não negociável que não atrai muita atenção dos pesquisadores em economias desenvolvidas, o acesso preferencial à burocracia (GHEMAWAT; KHANNA, 1998). Os grupos econômicos podem ser enxergados como competidores locais com competências (*capabilities*) para a gestão baseada em relacionamento que substituem a falta de infra-estrutura institucional (HOSKISSON et al, 2000).

Uma vez adquirida a competência (*capability*) de entrada repetida em indústrias ou de acesso preferencial à burocracia, esta se torna um recurso organizacional não específico aos produtos finais da empresa. Se uma empresa possui recursos flexíveis em relação aos seus produtos finais, ela tem a opção de realizar uma diversificação menos relacionada

(CHATTERJEE; WERNERFELT, 1991). A diversificação pode ser benéfica para os acionistas se a empresa possui recursos que podem ser desdobrados de forma lucrativa fora da indústria em que ela opera (KHANNA; YAFEH, 2007). Deste modo, à medida que a organização encontra oportunidades de utilização de uma destas duas competências adquiridas, seu desdobramento tende a promover a formação de grupos econômicos diversificados.

2.3.2 Vantagens e Desvantagens da Afiliação a Grupos sob a Perspectiva da Visão Baseada em Recursos²

A visão baseada em recursos também enfatiza o papel do compartilhamento de recursos da corporação na construção da vantagem competitiva (CHANG; HONG, 2000).

Como é típico da estrutura multi-divisional, um grupo econômico acumula recursos gerados de empresas afiliadas e os realoca na ordem de prioridade estabelecida pela sede (CHANG; HONG, 2000).

As estruturas de grupo podem facilitar o compartilhamento de recursos comuns entre os negócios que são mais relacionados entre si. Segundo Guemawat e Khanna (1998), negócios ostensivamente diferentes podem estar relacionados uns aos outros porque empregam recursos comuns ou complementares, tais como tecnologia, fábricas, marcas ou sistemas de distribuição. Se tais recursos apresentam economias de escala ou de escopo de forma que não pode ser explorada por meio de transações de mercado ou contratos relacionais, pode ser eficiente agrupar negócios diferentes em grupos para capitalizar estas economias (GHEMAWAT; KHANNA, 1998).

Segundo Chang e Hong (2000), o compartilhamento de recursos influencia o desempenho das empresas afiliadas. Os autores descobriram que tanto os recursos das empresas como os recursos do grupo são importantes determinantes do desempenho de uma empresa. Eles sugerem que as empresas afiliadas a grupos compartilham habilidades tecnológicas e propaganda de forma ampla. De fato, pesquisas fundamentadas na visão baseada em recursos enfatizam como o nível corporativo adiciona valor por meio do compartilhamento de recursos e da transferência de habilidades (CHANG; HONG, 2000).

² Esta seção do documento foi elaborada a partir de alguns artigos que exploram tanto as vantagens como as desvantagens dos grupos econômicos, tais como Chang e Hong (2000).

Kim e Hoskisson (1996) também listam como um dos benefícios da afiliação a grupos econômicos o acesso a recursos complementares e o compartilhamento de riscos por meio do qual as empresas em dificuldades recebem auxílio das outras empresas afiliadas.

Por outro lado, o compartilhamento de recursos pode ser prejudicial à empresa afiliada que cede seus recursos e transfere suas habilidades. Como os recursos das empresas do grupo são realocados na ordem de prioridade estabelecida pela sede (CHANG; HONG, 2000), a afiliação pode resultar em custos para determinadas empresas.

2.4 Aquisições sob a Perspectiva da Visão Baseada em Recursos

2.4.1 Um Mercado por Recursos

Os recursos e as competências (*capabilities*) que são fonte de valor sustentável para uma empresa são difíceis de isolar e igualar, sendo resultado de rotinas altamente idiossincráticas e incorporadas na organização (MADHOK, 1996). Por isso, os recursos valiosos de uma empresa geralmente são escassos, imperfeitamente imitáveis e não têm substitutos diretos (BARNEY, 1991; PETERAF, 1993).

À medida que uma empresa cresce, ela pode encontrar restrições impostas pela qualidade e quantidade de alguns de seus recursos (TSANG, 1998). Em primeiro lugar, para organizar a produção em uma segunda indústria pode ser necessário um conjunto de habilidades das quais a empresa não dispõe. O segundo problema é a restrição pela quantidade de recursos.

Segundo Barney (1999), quando uma empresa não possui todas as competências (*capabilities*) das quais precisa para ser bem sucedida, há três modos por meio dos quais ela pode obter acesso a tais competências:

- Ela pode cooperar com empresas que já possuem as competências das quais ela precisa;
- Ela pode procurar desenvolver estas competências internamente;
- Ela pode tentar adquirir outra empresa que já possua estas competências.

Assim sendo, as aquisições podem reforçar habilidades existentes ou possibilitar o acesso a um conjunto de novas habilidades por meio da transferência de recursos, competências (*capabilities*) e pessoas com experiência crítica entre as organizações (KARIM; MITCHELL, 2000). Além disso, pesquisas recentes fornecem evidências de que as empresas podem superar restrições relacionadas ao aprendizado e desenvolvimento de competências ao incorporar novas competências (*capabilities*) de outras empresas por meio de aquisições (UHLENBRUCK; HITT; SEMADENI, 2006).

As aquisições aumentam o desempenho ao permitir que os negócios obtenham acesso a recursos que não podem ser adquiridos em mercados competitivos (DIERICKX; COOL, 1989). Competências (*capabilities*), por exemplo, envolvem conhecimento tácito e, portanto, não podem ser adquiridas em transações de mercado, mas precisam ser obtidas por

meio de aquisições de empresas que as detenham (EISENHARDT; MARTIN, 2000; MAKADOK, 2001).

Desta forma, fusões e aquisições proporcionam a oportunidade de negociar recursos de outro modo não comerciáveis e de comprar ou vender conjuntos de recursos (WERNERFELT, 1984). Por meio delas, uma empresa pode vender uma imagem ou comprar uma combinação de competências (*capabilities*) tecnológicas e contatos em um dado cenário de mercado (WERNERFELT, 1984). Como é bem conhecido, este é um mercado muito imperfeito com poucos compradores e poucos alvos, e ainda com um baixo nível de transparência devido à heterogeneidade tanto dos compradores como dos alvos (WERNERFELT, 1984).

Por recursos entende-se qualquer coisa que pode ser considerada um ponto forte ou fraco de uma dada empresa (WERNERFELT, 1984). Os recursos de uma empresa podem ser tangíveis ou intangíveis. Exemplos de recursos são: marcas, conhecimento interno de tecnologias, mão-de-obra qualificada, contatos de negócio, maquinário, procedimentos eficientes, capital, etc. (WERNERFELT, 1984).

2.4.2 Aquisições e Criação de Valor

Na visão baseada em recursos, para que as empresas adquirentes obtenham retornos positivos acima da média sobre seus investimentos, elas precisam criar uma combinação única, valiosa e não imitável entre os seus ativos e os ativos da empresa adquirida (BARNEY, 1988).

Esta combinação deveria ser mais provável em aquisições envolvendo empresas relacionadas. Por isso, a visão baseada em recursos procura testar o impacto da proximidade (*relatedness*) de recursos no desempenho das aquisições (SINGH; ZOLLO, 2000). As pesquisas já realizadas sugerem uma relação pouco clara entre os dois construtos, pois há uma série de fatores que podem influenciar o desempenho pós-aquisição que não dependem de uma maior proximidade entre os recursos das empresas envolvidas na transação (SINGH; ZOLLO, 2000). A competência (*capability*) em gestão do processo de aquisição é um exemplo de outro fator que também influencia o desempenho da empresa pós-aquisição (SINGH; ZOLLO, 2000).

Em aquisições relacionadas, a criação de valor pode advir de três fontes: economias de escala, economias de escopo e maior poder de mercado (SINGH;

MONTGOMERY, 1987). As economias de escala surgem quando a eficiência da produção de um determinado produto aumenta em função do aumento do volume de produção (SINGH; MONTGOMERY, 1987). Na perspectiva da visão baseada em recursos, isto significa que um conjunto de recursos está sendo mais amplamente utilizado (SINGH; MONTGOMERY, 1987). As economias de escopo surgem quando um determinado conjunto de recursos é utilizado na produção conjunta de dois ou mais produtos (SINGH; MONTGOMERY, 1987). O poder de mercado, por sua vez, ocorre quando um participante do mercado pode influenciar o preço do produto no mercado. Como consequência, este participante pode obter retornos acima da média.

Em relação às aquisições não-relacionadas, os ganhos provenientes deste tipo de aquisição seriam, *ceteris paribus*, menores do que os ganhos provenientes de aquisições relacionadas (SINGH; MONTGOMERY, 1987). Os ganhos de eficiência podem resultar de custos de financiamento menores (devido a um risco de falência menor), de eficiências administrativas ou de capital humano superior não específico a produtos ou negócios (SINGH; MONTGOMERY, 1987). Incrementos de poder de mercado podem ocorrer como resultado do aumento do tamanho e da amplitude totais da empresa (SINGH; MONTGOMERY, 1987).

Capron (1999) também ressalta o papel das sinergias relacionadas ao aumento de receita que podem surgir quando do desdobramento de recursos das empresas envolvidas em uma aquisição. Segundo o autor, além dos ganhos relacionados à redução de custos, o desempenho das aquisições também é influenciado pela habilidade de aumentar receitas ao acessar recursos complementares. Há duas formas para aumentar receitas: aumento da cobertura de mercado e melhoria da capacidade de inovação (CAPRON, 1999). Ambas as formas são desenvolvidas por meio do desdobramento de recursos (CAPRON, 1999).

Apesar das aquisições relacionadas apresentarem um maior potencial para a criação de valor, segundo Barney (1988), a proximidade estratégica não é uma condição suficiente para que os acionistas das empresas adquirentes obtenham retornos acima da média. Em muitas circunstâncias este valor é distribuído na forma de retornos acima da média para os acionistas da empresa adquirida e não para os acionistas da empresa adquirente (BARNEY, 1988).

Fusões e aquisições entre empresas relacionadas não terão efeito sobre a riqueza dos acionistas das empresas adquirentes quando o preço pago por uma empresa alvo for exatamente igual à diferença entre o valor presente líquido dos fluxos de caixa das empresas

combinadas e o valor presente líquido dos fluxos de caixa da empresa adquirente (BARNEY, 1988).

Se o valor dos fluxos de caixa da combinação das empresas adquirente e alvo é conhecido publicamente, se muitos potenciais adquirentes podem obter estes fluxos de caixa e se os preços dos ativos comercializados no mercado refletem todas as informações públicas disponíveis, então os acionistas das empresas adquirentes obterão, na melhor das hipóteses, apenas retornos médios a partir de fusões e aquisições (BARNEY, 1988).

No entanto, se o mercado por controle corporativo for imperfeitamente competitivo, as empresas adquirentes podem obter retornos acima da média ao implementar estratégias de fusões e aquisições (BARNEY, 1988). Há três modos como este mercado pode ser imperfeitamente competitivo: quando existem fluxos de caixa particulares e especialmente valiosos entre as empresas adquirente e alvo, quando existem fluxos de caixa não imitáveis e especialmente valiosos entre as empresas adquirente e alvo e quando ocorrem fluxos de caixa inesperados resultantes de sinergias entre as empresas adquirente e alvo (BARNEY, 1988).

O primeiro modo como o mercado por controle corporativo pode ser imperfeitamente competitivo ocorre quando uma empresa alvo é mais valiosa para um adquirente do que para os demais e nenhuma outra empresa, incluindo adquirentes e alvo, estão cientes deste valor adicional (BARNEY, 1988). O preço de uma empresa alvo subirá para refletir as expectativas públicas sobre seu valor. Uma vez adquirida, contudo, o desempenho deste adquirente especial será maior do que o antecipado pelo mercado e isto criará retornos acima da média para os acionistas.

O segundo modo ocorre quando outros adquirentes não podem duplicar os fluxos de caixa particulares e valiosos gerados pela combinação entre a empresa alvo e uma empresa adquirente específica (BARNEY, 1988). Neste caso, a informação sobre a existência dos fluxos de caixa particulares e valiosos não precisa ser privada, visto que as outras empresas adquirentes não podem duplicar estes fluxos e, conseqüentemente, apresentar ofertas que reduzam os retornos da empresa adquirente específica (BARNEY, 1988). Geralmente as outras empresas adquirentes não poderão duplicar fluxos de caixa particulares e valiosos quando a proximidade entre a empresa adquirente e a empresa alvo decorrer de ativos ou habilidades não imitáveis controlados pela empresa adquirente (BARNEY, 1988).

O terceiro e último modo decorre da complexidade das aquisições, devido à qual eventos inesperados podem ocorrer, tornando os fluxos de caixa decorrentes de sinergias mais valiosos do que previamente antecipado (BARNEY, 1988). O preço que uma empresa adquirente paga para adquirir uma empresa alvo só considera o valor esperado resultante da

combinação das empresas. A diferença entre o fluxo de caixa inesperado efetivamente obtido e o preço pago pela aquisição é um retorno acima da média para os acionistas da empresa adquirente (BARNEY, 1988).

2.5 Hipóteses do Trabalho

Conforme descrito no capítulo de Introdução, o objetivo principal desta dissertação é verificar o impacto da afiliação a grupos econômicos sobre o desempenho empresarial pós-aquisição no Brasil.

A literatura revisada apresenta uma série de motivos pelos quais a afiliação a grupos econômicos é vantajosa e que podem sustentar a hipótese de que o impacto da afiliação sobre o desempenho empresarial pós-aquisição é positivo.

Se os grupos econômicos representam a internalização das falhas de mercado por empreendedores buscando superar as dificuldades de obtenção de capital, mão-de-obra, matérias-primas, componentes e tecnologia em mercados emergentes (GUILLÉN, 2000), eles têm acesso a um mercado interno de recursos que poderia alavancar o desempenho de uma empresa adquirida. Ou seja, se a empresa adquirida apresenta certo desempenho financeiro atuando de forma independente, ao ser adquirida por uma empresa afiliada a um grupo econômico, ela teria acesso a um novo mercado interno de recursos que poderiam melhorar este desempenho. As empresas adquiridas poderiam ter acesso a mercados de capitais, mão-de-obra, e produto de forma menos custosa do que empresas independentes e poderiam trocar produtos e serviços internamente sem os riscos das transações externas (KHANNA; RIVKIN, 2001). Também teriam maior acesso a estruturas de poder político e, assim, exposição a um maior conjunto de oportunidades (KHANNA; RIVKIN, 2001). As estruturas de grupo também poderiam melhorar o desempenho de uma empresa adquirida por serem capazes de tomar melhores decisões de alocação de capital (GHEMAWAT; KHANNA, 1998). Ao tornar-se afiliada, a empresa adquirida passaria a ter melhor acesso ao capital e às tecnologias estrangeiras caso os investidores internacionais e parceiros de *joint-ventures* valorizem a reputação de um grupo e seu acesso preferencial a membros do governo (KHANNA; PALEPU, 2000a). Ainda poderiam utilizar o histórico e a reputação do grupo para obter credibilidade entre fornecedores e clientes para novos empreendimentos (KHANNA; PALEPU, 2000a).

Segundo Barney (1988), para que as empresas adquirentes obtenham retornos positivos acima da média sobre seus investimentos, elas precisam criar uma combinação única, valiosa e não imitável entre os seus ativos e os ativos da empresa adquirida (BARNEY, 1988). Como os grupos econômicos apresentam uma competência em termos de alocação de recursos, uma vez que a lógica da diversificação é o desenvolvimento e a operação de mercados de capitais internos em busca de alocações de recursos eficientes (HOSKISSON,

1987), e porque os grupos econômicos desenvolveram uma competência de compartilhamento de recursos e transferência de habilidades (CHANG; HONG, 2000), a combinação de recursos entre empresa adquirente e empresa adquirida deveria ser realizada de forma mais eficiente e eficaz, permitindo a empresas afiliadas a obtenção de melhores retornos em aquisições do que empresas independentes.

Mesmo que a aquisição seja não-relacionada, negócios ostensivamente diferentes podem empregar recursos comuns ou complementares, tais como tecnologia, fábricas, marcas ou sistemas de distribuição (GHEMAWAT; KHANNA, 1998). Se tais recursos apresentam economias de escala ou de escopo de forma que não pode ser explorada por meio de transações de mercado ou contratos relacionais, pode ser eficiente agrupar negócios diferentes em grupos para capitalizar estas economias (GHEMAWAT; KHANNA, 1998). Além disso, outras empresas do grupo podem possuir certos recursos com o potencial de serem desdobrados de forma lucrativa fora da indústria em que elas operam (KHANNA; YAFEH, 2007), o que tornaria a aquisição não-relacionada um canal para este desdobramento e, conseqüentemente, beneficiaria o desempenho empresarial.

Portanto, a primeira hipótese do trabalho é:

H₁: a afiliação a grupos econômicos afeta positivamente o desempenho pós-aquisição das empresas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

Apesar dos argumentos a favor do desempenho superior de empresas afiliadas a grupos econômicos, as diferentes razões pelas quais surgem os grupos econômicos, suas características variadas e os ambientes diversos nos quais eles proliferam tornam o seu impacto sobre o desempenho das empresas afiliadas bastante ambíguo. Ou seja, também há diversos argumentos contra o desempenho superior de empresas afiliadas quando comparadas com empresas independentes. A afiliação não traz apenas benefícios, mas também gera custos que tendem a ser compartilhados entre as empresas de um grupo (KHANNA; RIVKIN, 2001), afetando o desempenho delas no nível individual.

No caso dos custos diretos da afiliação (KHANNA; RIVKIN, 2001), as ações centrais das quais alguns grupos se ocupam, que são custosas, mas que podem ou não ser benéficas, poderiam reduzir o desempenho financeiro de uma empresa afiliada ao realizar uma aquisição e submeter a empresa adquirida a estes mesmos custos. Além dos custos diretos, a obrigação de certas empresas em ajudar outras empresas afiliadas que estão

desempenhando mal (KHANNA; RIVKIN, 2001) também pode prejudicar o desempenho de forma geral. A questão relacionada aos incentivos dos executivos para gerir os negócios de forma independente, uma vez que estão seguros sob o guarda-chuva do grupo, também pode influenciar negativamente o desempenho pós-aquisição. A utilização de trocas internas para subsidiar outros negócios do grupo por meio de um esquema de preços internos (CHANG; HONG, 2000) pode prejudicar o desempenho.

Por fim, Khanna e Palepu (2000b) documentam o prêmio de grupo declinante em uma década associada a reformas e desenvolvimento econômico das instituições de mercado no Chile. Ou seja, as instituições de mercado, cujo subdesenvolvimento promoveu a formação dos grupos econômicos, quando mais desenvolvidas, deixam de favorecer o modelo organizacional de grupos econômicos. Uma empresa afiliada a um grupo econômico realizando uma aquisição neste contexto institucional em transformação também deveria apresentar um desempenho inferior ao desempenho de uma empresa independente neste mesmo contexto.

Por isso, também é sugerida uma hipótese contrária à H_1 :

H_1' : a afiliação a grupos econômicos afeta negativamente o desempenho pós-aquisição das empresas mesmo em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

Um aspecto interessante de ser analisado no desempenho pós-aquisição de empresas afiliadas refere-se ao impacto do tipo de aquisição realizada, ou seja, se o desempenho pós-aquisição é superior em aquisições relacionadas ou não-relacionadas. Se, de um lado, a visão baseada em recursos sustenta que aquisições relacionadas apresentam uma probabilidade maior de criação de valor, de outro, os grupos econômicos são um conjunto de empresas muitas vezes não relacionadas acostumadas a compartilhar recursos.

Segundo Barney (1988), para que as empresas adquirentes obtenham retornos positivos acima da média sobre seus investimentos, elas precisam criar uma combinação única, valiosa e não imitável entre os seus ativos e os ativos da empresa adquirida. E esta combinação é mais provável quando os recursos estão mais relacionados, pois podem resultar em economias de escala, economias de escopo e maior poder de mercado (SINGH; MONTGOMERY, 1987). Capron (1999) também ressalta o papel das sinergias relacionadas ao aumento de receita que podem surgir quando do desdobramento de recursos das empresas

envolvidas em uma aquisição. Este desdobramento de recursos também deveria ser maior quanto mais relacionada a aquisição em relação à empresa adquirente.

Em aquisições não-relacionadas, os ganhos provenientes da aquisição deveriam ser, *ceteris paribus*, menores do que os ganhos provenientes de aquisições relacionadas (SINGH; MONTGOMERY, 1987). Os ganhos de eficiência resultantes decorrem de fatores mais genéricos, relacionados a eficiências administrativas, por exemplo. Ainda em aquisições não-relacionadas, o desempenho de uma empresa afiliada pode sofrer por causa da dificuldade do escritório central em adquirir conhecimento sobre uma nova indústria e, assim, deixar de tomar decisões ótimas (KHANNA; PALEPU, 2000a).

De fato, os resultados do estudo de Uhlenbruk e De Castro (2000) indicam que o nível de proximidade entre empresas envolvidas em uma aquisição está positivamente relacionado com um melhor desempenho mensurado pelo retorno sobre ativos (ROA).

Por isso, testa-se a seguinte hipótese:

H₂: empresas afiliadas a grupos econômicos em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais beneficiam-se de aquisições relacionadas.

Apesar disso, Capron (1999) descobriu que o montante de reaproveitamento de recursos e de transferência de conhecimento entre duas empresas envolvidas em uma transação estão significativamente relacionados a um melhor desempenho posterior à aquisição. Se pesquisas fundamentadas na visão baseada em recursos enfatizam como o nível corporativo dos grupos econômicos adiciona valor por meio do compartilhamento de recursos e da transferência de habilidades (CHANG; HONG, 2000) e se os grupos econômicos operam em diversas indústrias geralmente não-relacionadas (KHANNA; YAFEH, 2007), o desempenho de empresas afiliadas pós-aquisição não deveria ser inferior em aquisições não-relacionadas do que em aquisições relacionadas.

Além disso, a diversificação contribui para o fortalecimento do mercado interno de recursos dos grupos econômicos. Aquisições não-relacionadas deveriam resultar em uma maior diversidade de recursos disponíveis ao grupo econômico, fortalecendo assim o seu papel como substituto das instituições de mercado. Por exemplo, uma aquisição não-relacionada poderia reduzir a variabilidade dos fluxos de caixa de uma empresa (KHANNA; PALEPU, 2000b). Desta forma, o grupo teria maior disponibilidade de capital para alocar entre suas afiliadas de acordo com suas prioridades estratégicas. De forma similar, os

benefícios associados a um mercado interno de mão-de-obra gerencial crescem com o aumento da diversificação não-relacionada (KHANNA; PALEPU, 2000b). O fortalecimento do mercado interno de recursos dos grupos econômicos deveria favorecer o desempenho individual das empresas afiliadas.

Ademais, Chatterjee e Wernerfelt (1991) comentam sobre o número crescente de estudos que não suportam o argumento de que empresas com diversificação relacionada desempenham melhor do que empresas com diversificação não-relacionada. Por exemplo, Lubatkin (1987) não encontrou diferenças significativas nos retornos de empresas adquirentes entre aquisições relacionadas e não-relacionadas. Singh e Montgomery (1987) também não encontraram retornos acima da média para empresas adquirentes no caso de aquisições relacionadas.

Portanto, sugere-se a seguinte hipótese alternativa à hipótese H₂:

H₂': empresas afiliadas a grupos econômicos em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais beneficiam-se de aquisições não-relacionadas.

Em relação ao tipo de aquisição realizada, também será verificado o impacto da origem do capital dos grupos econômicos aos quais pertencem as empresas analisadas.

A origem do capital pode ser considerada como uma das diversas heterogeneidades de recursos existentes entre as empresas (DOUMA; GEORGE; KABIR, 2006). Como consequência, espera-se encontrar impactos distintos sobre o desempenho das empresas decorrentes de acionistas com dotações de recursos diversas (DOUMA; GEORGE; KABIR, 2006).

Em relação aos acionistas domésticos, os acionistas estrangeiros detêm melhores competências (*capabilities*) de monitoramento e proporcionam às empresas controladas acesso a recursos técnicos, gerenciais e financeiros superiores (DOUMA; GEORGE; KABIR, 2006). Além disso, acionistas estrangeiros geralmente têm conhecimentos e experiências relevantes que lhes permitem realizar comparações de desempenho (*benchmarks*) entre as empresas de diversos países (DOUMA; GEORGE; KABIR, 2006), possibilitando o desenvolvimento organizacional da empresa controlada. A relação entre acionistas estrangeiros e empresas controladas geralmente extrapola as contribuições financeiras, chegando ao fornecimento de expertise gerencial e de colaborações técnicas (DOUMA; GEORGE; KABIR, 2006). Portanto, pode-se afirmar que as empresas com acionistas

estrangeiros detêm recursos técnicos, organizacionais e financeiros superiores em relação às empresas sem este tipo de acionista (DOUMA; GEORGE; KABIR, 2006). De fato, Chhibber e Majumdar (1999), descobriram que o controle estrangeiro sobre empresas domésticas (quando associado a uma participação superior a 51%) resultam em um desempenho melhor. Douma, George e Kabir (2006) também relatam que a participação de acionistas estrangeiros afeta positivamente o desempenho das empresas controladas.

Os diferentes contextos institucionais dos quais advêm os acionistas estrangeiros também podem resultar em influências sobre o desempenho das empresas afiliadas em aquisições como decorrência do ambiente institucional distinto das economias emergentes. Em contextos com instituições de mercado mais desenvolvidas, a diversificação pode ser desnecessária ou até mesmo prejudicial (KHANNA; YAFEH, 2007). Portanto, os grupos econômicos de capital estrangeiro não buscariam aquisições não-relacionadas em seus mercados de origem.

Como conseqüência dos recursos técnicos, organizacionais e financeiros superiores e da origem em um ambiente que favorece aquisições relacionadas, sugere-se a seguinte hipótese:

H₃: empresas afiliadas a grupos econômicos estrangeiros em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais beneficiam-se de aquisições relacionadas.

Ao contrário dos bancos, famílias ou governos que podem controlar grupos econômicos, acionistas estrangeiros geralmente estão menos inseridos nas redes sociais dos grupos (HOSKISSON et al, 2005). Como conseqüência, a participação de investidores estrangeiros deveria ter um impacto negativo sobre diversificações não-relacionadas (HOSKISSON et al, 2005). Capron (1999) ainda argumenta que a diversidade dos produtos de uma empresa favorece o desdobramento de recursos em diversos ambientes de negócio, de forma que empresas mais diversificadas poderiam beneficiar-se mais de aquisições não-relacionadas.

Dado que os grupos econômicos são empresas bastante diversificadas e que os grupos nacionais se desenvolveram em um ambiente institucional pouco evoluído e por meio da diversificação não-relacionada, testa-se a seguinte hipótese alternativa à hipótese H₃:

H₃' : empresas afiliadas a grupos econômicos nacionais em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais beneficiam-se de aquisições não-relacionadas.

Em decorrência da argumentação elaborada para as hipóteses H₃ e H₃' , ainda serão testadas as seguintes hipóteses:

H₄: empresas afiliadas a grupos nacionais apresentam um desempenho melhor do que afiliadas a grupos estrangeiros em aquisições não-relacionadas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais;

H₄' : empresas afiliadas a grupos estrangeiros apresentam um desempenho melhor do que afiliadas a grupos nacionais em aquisições relacionadas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

3 MÉTODO DE PESQUISA

3.1 Design da Pesquisa

O estudo do impacto da afiliação a grupos econômicos no desempenho empresarial pós-aquisição no Brasil foi realizado com base em um modelo de regressão linear múltipla de dados em painel com efeito fixo. Utilizando como variável dependente o desempenho das empresas e como variáveis independentes a ocorrência de uma aquisição, o tipo de aquisição realizada e a origem do capital do grupo controlador da empresa, dentre outras, estudou-se como o desempenho de empresas afiliadas a grupos econômicos após uma aquisição difere do desempenho de empresas independentes e como este desempenho de empresas afiliadas pode variar de acordo com alguns outros fatores.

Tratando-se de um estudo de aquisições, o primeiro passo foi identificar uma base de dados que registrasse todas ou pelo menos a maioria das aquisições empresariais realizadas no Brasil por um período de tempo que proporcionasse uma quantidade significativa de dados que pudessem ser trabalhados em painel. Esta base de dados foi identificada na ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), que registra operações de fusões e aquisições desde 2002 e coleta informações sobre a empresa alvo, a empresa adquirente, a empresa vendedora, a data da operação e o valor da operação. O ano inicial da base de dados determinou o início do período de análise deste trabalho. O período final de análise foi o ano de 2009, determinado pela data de início do desenvolvimento deste trabalho e pela expectativa de término do mesmo no início de 2011, quando provavelmente não estariam disponíveis todos os dados necessários para estender as análises até 2010.

As operações registradas pela ANBIMA referem-se a transações com valor superior a R\$20 milhões (*firm value*) nas quais pelo menos uma das empresas envolvidas é brasileira (ANBID, 2008)³. Para o registro das operações, a ANBIMA recebe formulários padronizados preenchidos por entidades dos mercados financeiro e de capitais que atuam junto às empresas adquirentes ou vendedoras nas operações registradas (ANBID, 2008). Em alguns anos a ANBIMA registra as operações em duas classificações: anúncio e fechamento.

³ A base de dados de fusões e aquisições era elaborada pela ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento), associação que, a partir de 21/10/2009 integrou suas atividades às da ANBIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro) e passou a denominar-se ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). Por isso, apesar da origem da base de dados ser atribuída à ANBIMA, alguns documentos consultados fazem referência à ANBID.

A classificação anúncio refere-se à listagem de operações anunciadas durante um determinado ano e a classificação fechamento refere-se à listagem de operações com liquidação financeira em certo ano (ANBID, 2008). Considerou-se somente o ranking de fechamento, uma vez que as demonstrações financeiras das empresas começam a ser integradas apenas a partir da liquidação financeira. Além disso, operações anunciadas podem vir a não se concretizar, o que poderia distorcer o estudo, visto que transações que efetivamente não ocorreram comporiam as variáveis independentes.

A base de dados da ANBIMA considera operações realizadas tanto por empresas de capital fechado como por empresas de capital aberto. Apesar disto, o estudo restringiu-se às empresas de capital aberto, pois, conforme a Lei nº 6.404 (Lei das Sociedades Anônimas), de 15 de dezembro de 1976, este tipo de empresa é obrigado a publicar demonstrações financeiras. Desta forma, a coleta de dados relativos ao impacto das operações de aquisição torna-se mais fácil. Além disso, como as demonstrações financeiras das empresas de capital aberto são auditadas, também conforme a Lei nº 6.404 (Lei das Sociedades Anônimas), as informações coletadas estão menos sujeitas a questionamentos quanto à sua fidedignidade. A consideração de operações de valor superior a R\$20 milhões, apesar de restritiva, torna-se interessante, uma vez que operações de valor inferior a este deveriam afetar muito pouco as empresas de capital aberto, cujos tamanhos tipicamente superam diversas centenas de milhões de Reais.

A análise da base de dados da ANBIMA mostrou que esta também contempla operações de reestruturação societária e operações de venda de parte do negócio de algumas empresas. Estes dois tipos de operação foram desconsiderados, pois o objetivo do trabalho limita-se ao estudo dos impactos decorrentes de aquisições. As operações de reestruturação societária estão limitadas a uma mudança de acionistas de determinada empresa. Não se caracteriza, pois, como uma incorporação das atividades de uma empresa alvo que possa impactar o negócio da empresa adquirente. Quanto às operações de venda de parte do negócio de algumas empresas, estas resultam em um impacto distinto do impacto de aquisições. Também não exigem a incorporação da uma empresa alvo por uma empresa adquirente, tratando-se, assim, de uma operação com efeitos de natureza distinta dos efeitos que se deseja estudar no presente trabalho.

As operações de fusão também foram desconsideradas quando resultam na formação de uma terceira entidade, impedindo a análise evolutiva dos resultados da mesma empresa pré e pós-aquisição.

Depois de estruturada a base de aquisições, realizou-se o levantamento dos fatos relevantes de todas as operações de aquisição identificadas. Este levantamento teve como objetivo coletar mais informações sobre as operações e confirmar os dados disponibilizados pela ANBIMA. Durante o levantamento foram coletadas informações sobre as aquisições realizadas e foram ajustadas algumas informações incompletas ou incorretas da base de dados da ANBIMA. Desta forma, refinou-se a base de dados para garantir informações mais precisas e para evitar possíveis distorções nos resultados da análise estatística.

As informações encontradas nos fatos relevantes permitiram classificar as aquisições em relacionadas ou não-relacionadas. Esta classificação foi realizada com base nas características de tecnologias de produção, produto e mercado da empresa adquirida. Para ser considerada uma aquisição relacionada, a empresa adquirida precisava apresentar similaridade em pelo menos uma das características analisadas, ou seja, tecnologias de produção, produtos comercializados ou mercados de atuação similares aos da empresa adquirente.

A amostra final (após a seleção das transações de interesse ao estudo) contava com 150 aquisições realizadas pelas empresas de capital aberto entre 2002 e 2009. Destas 150 aquisições, 112 foram realizadas por empresas afiliadas a grupos econômicos e 38 por empresas independentes. No caso de empresas afiliadas, 16 aquisições (14,3%) foram classificadas como não-relacionadas e 96 (85,7%) como relacionadas. Já no caso das empresas independentes, todas as 38 aquisições da amostra foram classificadas como relacionadas.

Posteriormente, passou-se ao levantamento dos dados dos grupos econômicos aos quais pertencem as empresas identificadas na base de dados da ANBIMA. Apesar de Khanna e Rivkin (2001) afirmarem que dados sobre afiliação a grupos são especialmente difíceis de ser obtidos em mercados emergentes, no Brasil a publicação Valor Grandes Grupos serve bem a esta finalidade. Trata-se de um anuário publicado pelo jornal Valor Econômico que contém a listagem dos duzentos maiores grupos econômicos do país e inclui informações sobre a estrutura societária dos grupos com suas empresas afiliadas, as participações acionárias nas empresas afiliadas, a origem do capital, a receita bruta, o patrimônio líquido, o lucro líquido e o número de empregados (VALOR GRANDES GRUPOS, 2010). A partir desta publicação foi possível identificar na base de aquisições quais empresas eram afiliadas a quais grupos econômicos e quais empresas eram independentes, além de coletar alguns dados sobre os grupos propriamente ditos.

Depois de levantados os dados sobre os grupos econômicos, procedeu-se à identificação de uma fonte de dados para coletar os resultados financeiros das empresas

envolvidas nas aquisições. Como a amostra limitou-se a empresas de capital aberto, pode-se recorrer à base de dados Economatica, que contempla todas as demonstrações financeiras das empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo, a BM&FBOVESPA. A base Economatica permitiu o levantamento de dados sobre receita líquida, margem bruta, retorno sobre ativos, retorno sobre patrimônio líquido, Q de Tobin, entre outros. Neste momento, adicionou-se à base de aquisições informações sobre empresa de capital aberto que não haviam realizado nenhuma transação. Esta complementação foi importante para a realização do teste de viés de seleção dos dados.

Com toda a base estruturada, os dados puderam ser analisados em busca de erros e inconsistências que pudessem inviabilizar as análises estatísticas. Foram criadas três variáveis para controlar as ocorrências com dados de patrimônio líquido, de retorno sobre patrimônio líquido e retorno sobre ativos, denominadas, respectivamente, *sampleequity*, *sampleroe* e *sampleroa*. À variável *sampleequity* foi atribuído o valor zero quando o patrimônio líquido da empresa era negativo e o valor um quando o patrimônio líquido era positivo. Às variáveis *sampleroe* e *sampleroa* foi atribuído o valor zero quando os retornos eram inferiores a -100% ou quando eram superiores a +100% e o valor um quando os retornos estavam entre estes dois intervalos. As ocorrências com valor zero, ou seja, ocorrências com valores considerados extremos, foram desconsideradas das análises estatísticas.

Estruturada a base de dados com informações sobre as aquisições, os grupos aos quais pertencem as empresas adquirentes e os resultados financeiros das empresas adquirentes, procedeu-se à análise estatística para o teste das hipóteses levantadas.

As primeiras hipóteses do trabalho são:

H_1 : a afiliação a grupos econômicos afeta positivamente o desempenho pós-aquisição das empresas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

H_1' : a afiliação a grupos econômicos afeta negativamente o desempenho pós-aquisição das empresas mesmo em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

Para operacionalizar estas hipóteses, definiu-se como desempenho empresarial o desempenho das empresas que realizaram as aquisições, ou seja, as empresas adquirentes. Como medidas de desempenho foram utilizadas três métricas distintas, a saber: retorno sobre patrimônio líquido, retorno sobre ativos e Q de Tobin. Estas métricas permitem capturar, para

cada empresa, os efeitos das aquisições tanto sobre seus resultados contábeis como sobre as expectativas do mercado de capitais.

Em relação à ocorrência de uma aquisição, foi utilizada uma variável independente para registrar a ocorrência da aquisição. A variável de ocorrência da aquisição iniciava com o valor zero em 2002 (exceto se a empresa já realizara uma aquisição neste ano) e adquiria o valor um no ano da primeira aquisição realizada pela empresa, permanecendo com este valor até o final do período de análise.

As hipóteses seguintes são:

H₂: empresas afiliadas a grupos econômicos em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais beneficiam-se de aquisições relacionadas.

H₂' : empresas afiliadas a grupos econômicos em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais beneficiam-se de aquisições não-relacionadas.

A partir da análise dos fatos relevantes de cada operação incluída na base de dados, pode-se identificar o tipo de aquisição realizada. As aquisições foram classificadas como relacionadas ou não-relacionadas de acordo com o grau de similaridade da empresa alvo em termos de mercado de atuação e tecnologia empregada pela empresa adquirente. A partir desta classificação e do uso das métricas de desempenho descritas acima, operacionalizou-se as hipóteses H₂ e H₂'.

Outras hipóteses estudadas são:

H₃: empresas afiliadas a grupos econômicos estrangeiros em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais beneficiam-se de aquisições relacionadas.

H₃' : empresas afiliadas a grupos econômicos nacionais em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais beneficiam-se de aquisições não-relacionadas.

Esta hipótese foi operacionalizada a partir da informação constante nas publicações Valor Grandes Grupos sobre a origem do capital dos grupos econômicos aos quais pertencem as empresas que realizaram as aquisições.

As quartas hipóteses estudadas são:

H₄: empresas afiliadas a grupos nacionais apresentam um desempenho melhor do que afiliadas a grupos estrangeiros em aquisições não-relacionadas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

H₄': empresas afiliadas a grupos estrangeiros apresentam um desempenho melhor do que afiliadas a grupos nacionais em aquisições relacionadas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

Todas as análises estatísticas foram realizadas utilizando-se o software Stata.

3.2 População e Amostra

A unidade de análise deste trabalho é a empresa. Desta forma, a população do estudo seria composta por todas as empresas brasileiras que realizaram aquisições entre 2002 e 2009. Nesta população seriam diferenciadas as empresas afiliadas a grupos econômicos e analisado se este tipo de empresa apresenta um desempenho pós-aquisição superior ao desempenho das empresas não-afiliadas a grupos econômicos.

No entanto, a amostra utilizada na análise baseia-se nas empresas não financeiras de capital aberto constantes na base Economática. Dentre estas empresas, foram selecionadas aquelas que realizaram operações de aquisição entre 2002 e 2009 identificadas no banco de dados de fusões e aquisições da ANBIMA.

A escolha por empresas de capital aberto decorre do fato de serem elas, conforme a Lei nº 6.404 (Lei das Sociedades Anônimas), de 15 de dezembro de 1976, obrigadas a publicar demonstrações financeiras auditadas. Portanto, as métricas de desempenho obtidas a partir de suas demonstrações têm maior confiabilidade. Além disso, por terem ações negociadas no mercado de capitais, também é possível analisar como as aquisições realizadas afetam parâmetros de mercado. Não foram selecionadas empresas financeiras porque seus demonstrativos financeiros refletem características particulares e impedem a sua comparação com os demais setores da economia.

Vale ainda destacar a inclusão de empresas de capital aberto que não realizaram aquisições. Considerando-se estas empresas na base de dados, evita-se o chamado viés de seleção que poderia resultar da estimação dos parâmetros estatísticos com base apenas nas empresas que optaram por realizar aquisições como parte de sua estratégia. Por exemplo, de acordo com a visão baseada em recursos, o crescimento por meio de aquisições é mais provável em grandes empresas do que em pequenas empresas (MCKELVIE; WIKLUND; DAVIDSSON, 2006). Este fato seria consequência do acesso a capital financeiro e da disponibilidade de recursos gerenciais adicionais para avaliar alvos e gerenciar aquisições que provavelmente seriam maiores para grandes empresas (MCKELVIE; WIKLUND; DAVIDSSON, 2006). Portanto, a consideração apenas de empresas que realizaram aquisições poderia resultar na exclusão de empresas menores da amostra, mas ainda assim representativas do universo total de empresas.

Quanto às empresas identificadas na base de dados da ANBIMA, estas realizaram operações de fusões e aquisições ocorridas de janeiro de 2002 a dezembro de 2009 com valor mínimo de R\$20 milhões (*firm value*) envolvendo pelo menos uma empresa brasileira. Como

o objetivo do trabalho é a análise do desempenho empresarial pós-aquisição e dado que em fusões muitas vezes não é possível a comparação de resultados antes e depois da transação devido à formação de uma terceira entidade, estas transações, bem como as empresas que as realizaram, foram desconsideradas.

3.3 Variáveis e Fontes de Dados

Neste trabalho, a variável dependente é sempre o desempenho das empresas (perf). O desempenho pode ser definido e medido de diversas maneiras. Neste caso, foram definidas como medidas de desempenho três métricas distintas, a saber: retorno sobre patrimônio líquido, retorno sobre ativos e Q de Tobin. O retorno sobre patrimônio líquido (ROE) refere-se ao quociente do lucro líquido pelo patrimônio líquido médio, isto é, a média aritmética do patrimônio líquido no início do ano e do patrimônio líquido no final do ano. O retorno sobre ativos (ROAOperacional) é calculado dividindo-se o lucro operacional pelo ativo total da empresa no final do ano. O Q de Tobin (TobinQ), por sua vez, é a divisão do valor de mercado da empresa somado ao capital de terceiros pelo ativo total da empresa (patrimônio líquido e capital de terceiros).

Como variáveis de interesse foram selecionadas a afiliação a grupos econômicos, a ocorrência de aquisições (acquisition), o tipo de aquisição realizada (relatedness e unrelatedness) e a origem do capital do grupo de afiliação (grkorigin). A seguir, encontra-se uma explicação mais detalhada acerca de cada uma destas variáveis:

- Afiliação a grupo econômico (group): variável que distingue as empresas afiliadas a grupos econômicos (valor igual a um) das empresas independentes (valor igual a zero).
- Ocorrência de aquisições (acquisition): variável *dummy* à qual foi atribuído o valor zero para anos anteriores à primeira aquisição realizada pela empresa e o valor um para o ano no qual ocorreu a primeira aquisição e para os anos subsequentes;
- Tipo de aquisição realizada (relatedness): variável *dummy* à qual foi atribuído o valor zero quando da não ocorrência de uma aquisição ou quando da ocorrência de uma aquisição não-relacionada e o valor um quando da ocorrência de uma aquisição relacionada.
- Tipo de aquisição realizada (unrelatedness): variável *dummy* à qual foi atribuído o valor zero quando da não ocorrência de uma aquisição ou quando da ocorrência de uma aquisição relacionada e o valor um quando da ocorrência de uma aquisição não-relacionada.

- Origem do capital do grupo econômico (grkorigin): variável que distingue quando o controle do grupo ao qual pertence a empresa analisada é nacional (valor igual a um) de quando é estrangeiro (valor igual a zero).

Vale explicar a razão da criação de duas variáveis para controlar o tipo de aquisição (relatedness e unrelatedness). Optou-se pela criação de duas variáveis porque uma mesma empresa pode realizar estes dois tipos de aquisição no mesmo ano. Ou seja, ambos os tipos de aquisição não são mutuamente excludentes.

Para completar a regressão múltipla, foram adicionadas variáveis de controle que podem influenciar o desempenho empresarial pós-aquisição. O objetivo da inclusão de variáveis de controle é evitar que outras fontes de influência sobre o desempenho das empresas deixem de ser consideradas, enviesando os resultados da regressão. Além disso, as variáveis de controle permitirão determinar se as variáveis independentes são suficientemente relevantes frente às demais influências sobre o desempenho para explicá-lo com significância estatística.

As variáveis de controle são as seguintes:

- Ativo total (Intassets): representado por meio do logaritmo natural do ativo total de cada empresa, esta variável de controle tem como objetivo isolar o efeito que o tamanho pode ter sobre o desempenho das empresas em aquisições.
- Indústria (indtranseff): esta variável tem como objetivo isolar o efeito sobre o desempenho individual das empresas que depende da indústria à qual elas pertencem. Assim como empresas da mesma indústria tendem a apresentar desempenhos semelhantes e afetados pelos mesmos fatores externos, empresas de indústrias distintas podem ter as diferenças entre seus desempenhos parcialmente explicadas por suas indústrias de origem.
- Margem bruta (grossmargin): calculada pela divisão do lucro bruto pela receita líquida, a consideração da margem bruta das empresas visa isolar o efeito que estratégias distintas podem ter sobre o desempenho das empresas. A margem bruta funciona como um indicador do tipo de estratégia adotada pelas empresas. Empresas que adotam uma estratégia genérica de baixo custo (PORTER, 1989) tendem a apresentar margens brutas menores do que

empresa que adotam uma estratégia genérica de diferenciação (PORTER, 1989).

- Receita bruta do grupo (\ln revenue): representada por meio do logaritmo natural da receita bruta dos grupos econômicos aos quais pertencem as empresas adquirentes analisadas, esta variável permite isolar o efeito do tamanho dos grupos sobre o desempenho das afiliadas em aquisições.
- Ano (year): o objetivo desta variável é isolar a influência dos movimentos macro-econômicos anuais sobre o desempenho das empresas.

A partir das variáveis dependentes, independentes e de controle, foram estruturados seis modelos de regressão para cada métrica de desempenho pós-aquisição das empresas afiliadas. Os modelos estruturados são:

- Aff: modelo utilizado para testar o efeito da afiliação a grupos econômicos sobre o desempenho pós-aquisição das empresas adquirentes;
- NonAff: modelo utilizado para testar o efeito da independência em relação a grupos econômicos sobre o desempenho pós-aquisição das empresas adquirentes;
- AffR: modelo desenvolvido para testar o efeito de aquisições relacionadas sobre o desempenho pós-aquisição das empresas afiliadas a grupos econômicos;
- NonAffR: modelo desenvolvido para testar o efeito de aquisições relacionadas sobre o desempenho pós-aquisição das empresas não-afiliadas a grupos econômicos;
- AffBR: modelo estruturado para testar o efeito do desempenho empresarial pós-aquisição sobre empresas afiliadas a grupos econômicos com capital de origem nacional;
- AffNBR: modelo estruturado para testar o efeito do desempenho empresarial pós-aquisição sobre empresas afiliadas a grupos econômicos com capital de origem estrangeira.

Deve-se frisar que alguns outros fatores que poderiam influenciar o desempenho das empresas pós-aquisição não foram isolados por meio de variáveis de controle. Esta limitação do trabalho decorre da inexistência de tais informações em uma base de dados

secundária e da dificuldade de coleta de dados por meio de uma pesquisa primária. Dentre os principais fatores não considerados neste podem ser citados:

- Ocorrência de aquisições anteriores ao ano de 2002;
- Experiência obtida com as aquisições ao longo do período de análise;
- Grau de codificação do conhecimento obtido com experiências de aquisição;
- Grau de integração das empresas adquiridas nas empresas adquirentes;
- Grau de substituição de recursos da alta gestão da empresa adquirida por recursos da empresa adquirente.

Definidas todas as variáveis necessárias à análise estatística, cada uma delas foi coletada ou calculada para cada um dos anos deste estudo a partir da base de dados Economatica, da base de fusões e aquisições da ANBIMA e do anuário Valor Grandes Grupos. Estas fontes de dados permitiram a obtenção de dados em painel, exemplificados na tabela apresentada a seguir:

Tabela 2 - Exemplo de Tabela de Dados Construída para Análise

Firm	Variáveis Dependentes			Variáveis Independentes							
				Variáveis de Interesse				Variáveis de Controle			
	ROE	ROAOperacional	Tobin Q	acquisition	relatedness	affiliated	grkorigin	lnassets	...	Year	...
A	X _{A1}	Y _{A1}	Z _{A1}	0	0	1	0	13,2	...	2002	...
A	X _{A2}	Y _{A2}	Z _{A2}	0	0	1	0	15,4	...	2003	...
A	X _{A3}	Y _{A3}	Z _{A3}	0	0	1	0	13,4	...	2004	...
A	X _{A4}	Y _{A4}	Z _{A4}	1	1	1	0	13,3	...	2005	...
A	X _{A5}	Y _{A5}	Z _{A5}	1	1	1	0	13,8	...	2006	...
A	X _{A6}	Y _{A6}	Z _{A6}	1	1	1	0	14,2	...	2007	...
A	X _{A7}	Y _{A7}	Z _{A7}	1	1	1	0	14,6	...	2008	...
A	X _{A8}	Y _{A8}	Z _{A8}	1	1	1	0	14,5	...	2009	...
B	X _{B1}	Y _{B1}	Z _{B1}	0	0	0	1	13,9	...	2002	...
B	X _{B2}	Y _{B2}	Z _{B2}	1	1	0	1	20,4	...	2003	...
B	X _{B3}	Y _{B3}	Z _{B3}	1	1	0	1	20,3	...	2004	...
...

Fonte: elaborada pelo autor

3.4 Modelo de Análise Estatística

A análise estatística da base de dados estruturada foi realizada com base em uma regressão linear múltipla com dados em painel de efeitos fixos. A metodologia de dados em painel consiste na observação de “n” entidades para dois ou mais períodos de tempo (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2007). Esse tipo de dados combina características de séries temporais com dados em corte transversal e são amplamente utilizados em estudos econométricos e nas ciências sociais aplicadas (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2007).

Antes do teste de hipóteses por meio da regressão com dados em painel, realizou-se um teste de viés de seleção por meio da razão inversa de Mills, como pode ser observado nos resultados da regressão apresentados na seção Análise dos Resultados (variável denominada mills). Como as observações da variável dependente decorrem de uma amostragem, ou seja, não representam todo o universo de observações possíveis, caso isto não seja levado em consideração no processo de estimação, o método estatístico pode resultar em coeficientes incorretos. Como as hipóteses que estão sendo testadas se referem a empresas de capital aberto que realizaram aquisições, o teste de seleção foi realizado com a inclusão na base de dados de informações sobre empresas de capital aberto que não realizaram aquisições. Conseqüentemente, os coeficientes apresentados para as demais variáveis já estão condicionados à amostragem realizada.

Voltando aos modelos de regressão com dados em painel, Hsiao (1986) argumenta que estes modelos oferecem uma série de vantagens em relação aos modelos de corte transversal ou aos modelos de séries temporais, sendo que uma delas refere-se ao fato de que estes modelos controlam a heterogeneidade presente nas entidades analisadas. Os dados em painel sugerem a existência de características diferenciadoras entre as unidades de análise, que podem ou não ser constantes ao longo do tempo (MARQUES, 2000). Geralmente a omissão de variáveis referentes à heterogeneidade dos indivíduos em um modelo de regressão gera resultados enviesados. Entretanto, o uso dos dados em painel permite controlar os efeitos das variáveis não observadas (MARQUES, 2000). Neste trabalho, o modelo de dados em painel controla as diferenças existentes entre as empresas que realizaram operações de aquisição.

Outra vantagem do modelo de dados em painel, de acordo com Hsiao (1986), é que ele permite o uso de um número maior de observações, aumentando o número de graus de liberdade e diminuindo a colinearidade entre as variáveis explicativas. Sabe-se que quando

existe multicolinearidade torna-se difícil estabelecer se um regressor individual influencia a variável resposta. Uma vez eliminado este problema, pode-se obter uma melhora na qualidade da estimação dos parâmetros.

A maior quantidade de informação disponível nos modelos de dados em painel também aumenta a eficiência da estimação (MARQUES, 2000). Os dados em painel permitem identificar e medir efeitos que não seriam pura e simplesmente detectáveis em estudos exclusivamente seccionais ou temporais, bem como construir e testar modelos comportamentais mais complexos (MARQUES, 2000).

Apesar das vantagens, Marques (2000) também aponta algumas limitações dos modelos de regressão com dados em painel, a saber:

- Risco de amostras incompletas ou com problemas de coleta de dados;
- Problemas relacionados ao nível de identificação e estimação dos modelos, uma vez que uma das variáveis aleatórias idiossincráticas que representam as diferentes características das unidades de análise certamente estarão correlacionadas não apenas com a variável dependente, mas também com o conjunto das variáveis explicativas;
- Possibilidade de ocorrência do viés de heterogeneidade, isto é, o viés resultante de uma má especificação pela não consideração de uma eventual diferenciação dos coeficientes ao longo das unidades seccionais e/ou ao longo do tempo;
- Possibilidade de ocorrência do viés de seleção, ou seja, erros resultantes da coleta dos dados que levam a que estes não constituam uma amostra aleatória.

O modelo geral para a regressão com dados em painel é representado por:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} X_{1it} + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{nit} X_{nit} + \varepsilon_{it}$$

Nesta notação, Y representa a variável dependente, X representa as variáveis independentes, o subscrito i denota os diferentes indivíduos, o subscrito t denota o período de tempo que está sendo analisado, β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto e β_n ao coeficiente angular correspondente à n -ésima variável explicativa do modelo.

No modelo geral, o intercepto e os parâmetros resposta são diferentes para cada indivíduo e para cada período de tempo, existindo, assim, mais parâmetros desconhecidos do que observações, o que torna impossível a estimação dos parâmetros do modelo.

O modelo de efeitos fixos, por sua vez, controla os efeitos das variáveis omitidas que variam entre indivíduos e permanecem constantes ao longo do tempo. Para isto, ele supõe que o intercepto varia de um indivíduo para o outro, mas que é constante ao longo do tempo, ao passo que os parâmetros resposta são constantes para todos os indivíduos e em todos os períodos de tempo. De acordo com Hill, Griffiths e Judge (1999), as suposições do modelo são:

$$\beta_{0it} = \beta_0 \text{ e } \beta_{kit} = \beta_k$$

O modelo de efeitos fixos será, portanto, dado por:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \dots + \beta_n X_{nit} + \varepsilon_{it}$$

Nesta notação, Y representa a variável dependente, X representa as variáveis independentes, o subscrito i denota os diferentes indivíduos, o subscrito t denota o período de tempo que está sendo analisado. O parâmetro α_i representa os interceptos a serem estimados, um para cada indivíduo. Como os parâmetros resposta não variam entre os indivíduos e nem ao longo do tempo, todas as diferenças de comportamento entre os indivíduos deverão ser captadas pelo intercepto. Desse modo, α_i pode ser interpretado como o efeito das variáveis omitidas no modelo (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2007).

Mais especificamente, para cada uma das hipóteses do trabalho, as equações de regressão são:

$$H_1 \text{ e } H_1': \text{perf}_{it} = \beta_a \text{acquisition}_{it} + \beta_i x_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

$$H_2 \text{ e } H_2': \text{perf}_{it} = \beta_r \text{relatedness} + \beta_u \text{unrelatedness} + \beta_i x_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

$$H_3 \text{ e } H_3': \text{perf}_{it} = \beta_r \text{relatedness} + \beta_u \text{unrelatedness} + \beta_i x_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

$$H_4 \text{ e } H_4': \text{perf}_{it} = \beta_r \text{relatedness} + \beta_u \text{unrelatedness} + \beta_i x_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

Nas equações apresentadas acima, os subscritos a, r e u foram utilizados para diferenciar os coeficientes das variáveis acquisition, relatedness e unrelatedness, respectivamente. x_{it} representa as diversas variáveis de controle (Intassets, indtranseff, grossmargin, lngrevenue, year) e β_i os seus respectivos coeficientes. Os demais termos, α_i e ε_{it} , representam os efeitos fixos e o erro aleatório para cada empresa i, respectivamente.

Para testar as hipóteses H_4 e H_4' foi necessário aplicar um teste *post hoc* nos resultados estatísticos obtidos na avaliação das variáveis H_3 e H_3' . O teste aplicado foi o teste t, que avalia a significância estatística da diferença entre os coeficientes de regressão obtidos a partir dos modelos AffBR e AffNBR para as variáveis relatedness e unrelatedness. Segundo Hair et al (2009), para um resultado com nível de significância de 5%, o valor de t deve ser superior a 1,96, supondo uma amostra total (para os modelos AffBR e AffNBR em conjunto) com mais de 50 observações.

3.5 Teste de Robustez

Com o objetivo de validar os resultados dos testes estatísticos realizados, também foi conduzido um teste de robustez. Neste teste de robustez, foram verificadas todas as hipóteses do trabalho em uma amostra de transações sem o ano de 2009.

Devido à crise econômica mundial que se iniciou em setembro de 2008, os resultados financeiros das empresas em 2009, tanto contábeis quanto do mercado de capitais, foram demasiadamente afetados. Devido ao período de análise estender-se de 2002 a 2009, o impacto da crise no último ano deste período poderia eventualmente distorcer os resultados. Desta forma, todos os testes de hipótese foram repetidos para o período de 2002 a 2008.

No caso do teste de robustez, foram realizadas apenas as regressões com retorno sobre patrimônio líquido e retorno sobre ativos como variáveis dependentes.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas Descritivas

A base de dados estruturada contempla 261 empresas distintas, sendo 109 (42% do total) delas afiliadas a grupos econômicos. As demais 152 (58% do total) empresas não são afiliadas a grupos econômicos, ou seja, são independentes. Do total de empresas, 56 (21%) realizaram aquisições entre os anos de 2002 e 2009. As demais 205 (79%) empresas não realizaram nenhuma aquisição neste período.

Na ilustração abaixo, encontram-se mais algumas estatísticas em relação ao perfil de empresas da amostra.

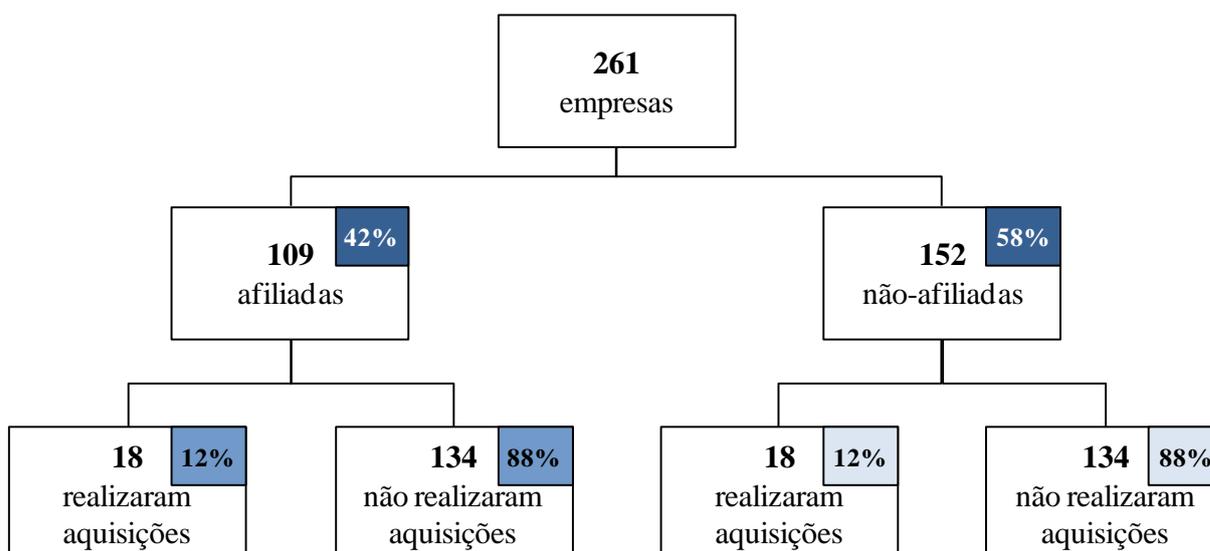


Figura 3 - Perfil das Empresas da Amostra

Fonte: elaborada pelo autor

Dentre as empresas da amostra, é interessante observar a diferença entre o tamanho das afiliadas e das não-afiliadas, medido pela média da receita líquida e dos ativos totais das empresas entre 2002 e 2009. Empresas afiliadas apresentam uma receita líquida média de R\$2.707 milhões, enquanto as empresas não-afiliadas apresentam uma receita líquida média de R\$332 milhões. Quanto aos ativos totais, a média para as empresas afiliadas é de R\$4.391 milhões e de R\$630 para as empresas não-afiliadas.

Também é possível observar diferenças na média da receita líquida e dos ativos totais entre as empresas que realizaram e que não realizaram aquisições no período de análise.

No caso das empresas que realizaram aquisições, a média da receita líquida é de R\$3.686 milhões e a média dos ativos totais é de R\$6.053 milhões. Já no caso das empresas que não realizaram aquisições, a média de receita líquida é de R\$679 milhões e a média dos ativos totais é de R\$1.148 milhões.

Em relação às medidas de desempenho, também foi possível observar diferenças entre as empresas da amostra. As médias das medidas de desempenho utilizadas (retorno sobre patrimônio líquido, retorno sobre ativos e Q de Tobin) também foram calculadas com base no período de 2002 a 2009. No entanto, não foram consideradas, para cálculo destas estatísticas descritivas, as empresas que apresentavam valores considerados extremos para estas medidas de desempenho. Este controle de valores extremos refere-se ao controle realizado por meio das variáveis *sampleequity*, *sampleroe* e *sampleroa* explicado na seção Design da Pesquisa.

No caso do retorno sobre patrimônio líquido, as empresas afiliadas apresentaram um valor médio de 13,5%, enquanto para as empresas não-afiliadas o valor médio foi de 5,8%. Em relação à realização de aquisições, as empresas que as realizaram apresentaram um ROE médio de 14,4%. Para as empresas que não realizaram aquisições o ROE médio foi de 7,7%.

Em relação ao retorno sobre ativos, também se encontrou um padrão semelhante ao padrão apresentado pelo ROE. As empresas afiliadas apresentaram um ROAOperacional (9,3%) superior ao das empresas não-afiliadas (4,6%). E as empresas que realizaram aquisições também apresentaram um ROAOperacional superior (10,3%) ao das empresas que não realizaram aquisições (5,5%).

No caso do Q de Tobin, o mesmo padrão do ROE foi encontrado, ou seja, empresas afiliadas com um Q de Tobin (1,40) superior ao das empresas não-afiliadas (1,20) e empresas que realizaram aquisições com um Q de Tobin (1,55) superior ao das empresas que não realizaram aquisições (1,21).

Na tabela apresentada a seguir, encontra-se um resumo das estatísticas descritas acima, bem como um detalhamento para o caso das empresas afiliadas que realizaram aquisições e que não realizaram aquisições e para o caso das empresas não-afiliadas que realizaram aquisições e que não realizaram aquisições.

Tabela 3 - Resumo das Estatísticas Descritivas das Empresas da Amostra (2002 a 2009)

Amostra	Receita Líquida (R\$ milhões)		Ativos Totais (R\$ milhões)		ROE		ROA Operacional		Q de Tobin	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
Total de Empresas	1.325	4.505	2.201	7.635	9,3%	17,5%	6,5%	11,0%	1,29	0,61
Afiladas	2.707	6.711	4.391	11.392	13,5%	14,1%	9,3%	6,6%	1,40	0,68
Não-afiliadas	332	581	630	1.266	5,8%	19,2%	4,6%	12,9%	1,20	0,54
Realizaram Transações	3.683	9.076	6.053	13.968	14,4%	10,1%	10,3%	5,2%	1,55	0,53
Não Realizaram Transações	679	1.300	1.148	4.063	7,7%	19,0%	5,5%	11,9%	1,21	0,62
Afiladas										
Realizaram Transações	5.318	10.731	8.513	16.446	15,1%	11,1%	10,8%	4,8%	1,54	0,46
Não Realizaram Transações	1.327	1.878	2.186	6.565	12,6%	15,5%	8,5%	7,3%	1,33	0,77
Não-afiliadas										
Realizaram Transações	323	179	861	666	13,0%	7,7%	9,2%	6,1%	1,58	0,68
Não Realizaram Transações	333	617	599	1.324	4,6%	20,3%	3,9%	13,4%	1,13	0,49
<i>Tamanho da Amostra</i>	<i>261</i>		<i>261</i>		<i>237</i>		<i>261</i>		<i>250</i>	

Fonte: elaborada pelo autor

Também foram calculadas algumas estatísticas descritivas para as transações realizadas pelas empresas afiliadas, primeiro para caracterizá-las em relação ao tipo de aquisição (relacionada ou não-relacionada) e, depois, para caracterizá-las em relação à origem do capital do grupo econômico ao qual pertencem as empresas envolvidas nas transações (nacional ou estrangeira).

Foram identificadas 70 ocorrências de transações realizadas por empresas afiliadas a grupos econômicos. O termo ocorrências de transações é utilizado para evitar confusão com o número efetivo de aquisições. As 70 ocorrências identificadas referem-se às 70 vezes em que a variável acquisition apresentou o valor um entre 2002 e 2009 para todas as empresas analisadas. Como a variável apresenta o valor um mesmo que a empresa tenha realizado mais de uma aquisição em um dado ano, as 70 ocorrências não representam o número efetivo de aquisições⁴. Das 70 ocorrências, 33 envolveram aquisições relacionadas e 37 envolveram aquisições não-relacionadas.

⁴ O número efetivo de aquisições realizadas por empresas de capital aberto afiliadas a grupos econômicos entre 2002 e 2009 foi 112.

Em relação às medidas de desempenho associadas às ocorrências de transação, a média do ROE entre 2002 e 2009 foi de 14,0% para as empresas envolvidas em ocorrências de transações relacionadas e 15,7% para as empresas envolvidas em ocorrências de transações não-relacionadas. No caso do ROAOperacional, a média para as empresas envolvidas em ocorrências de transações relacionadas foi de 9,5%, enquanto a média para as empresas envolvidas em ocorrências de transações não-relacionadas foi de 11,8%. O Q de Tobin apresentou o mesmo padrão do ROE e do ROAOperacional. Sua média para as empresas envolvidas em ocorrências de transações relacionadas foi de 9,49, enquanto a média para as empresas envolvidas em ocorrências de transações não-relacionadas foi de 11,75.

Quanto à origem do capital do grupo econômico ao qual pertencem as empresas afiliadas que realizaram as transações, foram identificadas 44 ocorrências de transações, sendo 32 delas por empresas afiliadas a grupos com controle nacional e 12 delas por empresas afiliadas a grupos com controle estrangeiro.

Em se tratando das medidas de desempenho no caso das ocorrências de transações segregadas pela origem do capital do grupo econômico, observou-se que o ROE médio foi de 11,6% para as empresas afiliadas a grupos nacionais e de 15,7% para as afiliadas a grupos estrangeiros. O ROAOperacional também foi maior para empresas afiliadas a grupos estrangeiros (11,0%) do que para empresas afiliadas a grupos nacionais (10,5%). O Q de Tobin, por sua vez, apresentou valores médios bastante próximos para as empresas afiliadas a grupos nacionais (1,53) e para as empresas afiliadas a grupos estrangeiros (1,51).

A seguir, encontra-se uma tabela com um resumo das estatísticas descritas acima, além de uma caracterização da receita líquida e dos ativos totais das empresas afiliadas que realizaram transações relacionadas e não relacionadas e que pertencem a grupos com capital de origem nacional e estrangeira.

Tabela 4 - Estatísticas Descritivas das Ocorrências de Transações (2002 a 2009)

Amostra	Receita Líquida (R\$ milhões)		Ativos Totais (R\$ milhões)		ROE		ROA Operacional		Q de Tobin	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
Afiliações										
Transações Relacionadas	6.724	11.262	10.242	16.831	14,0%	12,8%	9,5%	5,6%	9,49	5,64
Transações Não-relacionadas	2.279	3.356	4.042	8.195	15,7%	14,5%	11,8%	4,9%	11,75	4,89
<i>Tamanho da Amostra</i>	<i>70</i>		<i>70</i>		<i>69</i>		<i>70</i>		<i>70</i>	
Agrupamentos										
Grupo Nacional	4.295	3.319	6.329	4.652	11,6%	11,9%	10,5%	5,7%	1,53	0,45
Grupo Estrangeiro	5.805	11.745	9.121	17.813	15,7%	12,2%	11,0%	4,6%	1,51	0,47
<i>Tamanho da Amostra</i>	<i>44</i>		<i>44</i>		<i>43</i>		<i>43</i>		<i>44</i>	

Fonte: elaborada pelo autor

4.2 Apresentação dos Resultados das Análises Estatísticas

A análise da base de dados estruturada com base no modelo de dados em painel de efeitos fixos permitiu a obtenção de resultados bastante interessantes para as hipóteses testadas.

Em relação às hipóteses H_1 e H_1' , não foi possível obter muitos resultados com significância estatística ou significância estatística relevante. Na regressão que utilizou o retorno sobre patrimônio líquido como variável dependente, obteve-se um resultado com significância estatística de 10% indicando que o desempenho das empresas afiliadas a grupos econômicos diminuiria com a ocorrência de aquisições em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais. Para empresas não-afiliadas, o coeficiente foi positivo, indicando que empresas independentes obteriam desempenhos melhores após a ocorrência de aquisições, mas sem significância estatística.

As regressões que utilizaram o retorno sobre ativo (ROAOperacional) e o Q de Tobin (TobinQ) como variáveis dependentes não produziram resultados com significância estatística.

Para as hipóteses H_2 e H_2' , os resultados praticamente não apresentaram significância estatística. Encontrou-se um resultado com significância estatística (5%) apenas no caso de aquisições não-relacionadas. A regressão que utilizou o retorno sobre patrimônio líquido como variável dependente sugere que o desempenho de empresas afiliadas diminui com a ocorrência de aquisições não-relacionadas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais. Nesta mesma regressão, o coeficiente para aquisições relacionadas também é negativo, porém maior do que o coeficiente para aquisições não-relacionadas. Ou seja, o desempenho de empresas afiliadas diminuiria menos com a ocorrência de aquisições relacionadas do que com a ocorrência de aquisições não-relacionadas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais. No entanto, o coeficiente para aquisições relacionadas não apresentou significância estatística. Nas demais regressões, com outras métricas como variável dependente, não foram obtidos resultados com significância estatística.

No caso da hipótese H_3 , não foram obtidos resultados com significância estatística em nenhum dos modelos de regressão. No entanto, todos os modelos indicam uma relação negativa entre a ocorrência de aquisições relacionadas e o desempenho das empresas afiliadas a grupos de origem estrangeira em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais. Já no caso da hipótese H_3' , a regressão

que utiliza o ROE como variável dependente apresentou um resultado com significância estatística (10%), indicando que o desempenho de uma empresa afiliada a um grupo com capital de origem nacional deveria piorar com a realização de uma aquisição não-relacionada em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

Por fim, os testes t aplicados com base nos coeficientes obtidos a partir dos modelos de regressão AffBR e AffNBR para avaliar as hipóteses H_4 e H_4' também não geraram valores com significância estatística. No entanto, para o caso de aquisições não-relacionadas, as três medidas de desempenho utilizadas indicam que as empresas afiliadas a grupos com capital de origem nacional apresentam um desempenho menos negativo do que as empresas com capital de origem estrangeiro em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais. Quanto às aquisições relacionadas, além de resultados sem significância estatística, os modelos de regressão geraram respostas distintas para cada uma das medidas de desempenho utilizadas. Utilizando o ROE como variável dependente, o resultado obtido mostra que as empresas afiliadas a grupos com capital de origem estrangeira apresentam um desempenho menos negativo em aquisições relacionadas. As outras duas regressões, com ROAOperacional e Q de Tobin como variáveis dependentes, indicam que o desempenho de empresas afiliadas a grupos com capital de origem nacional seria melhor após a realização de uma aquisição, enquanto o desempenho de empresas afiliadas a grupos com capital de origem estrangeira seria pior.

A seguir, estão apresentadas as tabelas com os resultados das análises estatísticas realizadas.

Tabela 5 - Resultado da Regressão com ROE como Variável Dependente

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Aff	NonAff	AffR	NonAffR	AffBR	AffNBR
acquisition	-5.41+ (2.91)	3.19 (3.26)				
Intassetsc	-28.05* (13.51)	-0.90 (1.39)	-28.42* (13.49)	-0.90 (1.39)	-24.57 (15.09)	83.07 (100.96)
indtranseff	0.18*** (0.04)	0.16 (0.13)	0.18*** (0.04)	0.16 (0.13)	0.26*** (0.06)	-0.02 (0.08)
grossmargin	0.25* (0.10)	0.14 (0.09)	0.26* (0.10)	0.14 (0.09)	0.27* (0.12)	0.82* (0.32)
lngrrevenue	1.08 (3.15)		1.44 (3.16)		1.95 (5.09)	-7.12+ (3.75)
mills	-272.50 (227.81)	-30.13 (59.30)	-278.40 (227.48)	-30.13 (59.30)	-245.36 (256.48)	1408.67 (1636.27)
1bn.year	.	.	.	.	.	.
2.year	19.50*** (3.25)	-1.87 (4.13)	19.52*** (3.24)	-1.87 (4.13)	16.36*** (3.94)	14.31* (6.56)
3.year	24.66*** (3.53)	-3.67 (4.11)	24.36*** (3.53)	-3.67 (4.11)	22.40*** (4.54)	17.00* (6.89)
4.year	29.12*** (3.99)	-6.79 (4.78)	28.83*** (3.99)	-6.79 (4.78)	27.27*** (5.43)	20.91** (7.28)
5.year	30.34*** (4.48)	-16.60*** (4.74)	30.10*** (4.48)	-16.60*** (4.74)	27.32*** (6.17)	22.94** (7.62)
6.year	34.38*** (5.00)	-14.55* (5.75)	34.22*** (5.00)	-14.55* (5.75)	31.28*** (7.03)	24.76** (7.61)
7.year	36.12*** (5.45)	-15.52* (6.04)	35.91*** (5.44)	-15.52* (6.04)	33.13*** (8.01)	26.96** (9.94)
8.year	40.28*** (6.17)	-10.27 (6.55)	40.07*** (6.16)	-10.27 (6.55)	35.48*** (9.34)	33.02*** (8.84)
relatedness			-4.68 (2.96)	3.19 (3.26)	-6.68+ (3.91)	-2.53 (3.85)
unrelatedness			-10.14* (4.66)	.	-10.42+ (5.94)	-19.05* (8.03)
_cons	176.28 (150.88)	30.76 (44.42)	176.96 (150.63)	30.76 (44.42)	156.06 (171.84)	-835.95 (1014.72)
N	256	90	256	90	190	66
r2	0.31	0.41	0.32	0.41	0.32	0.65
F	7.10	3.53	6.74	3.53	4.94	5.35
pvalue	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
r2_0						
r2_b	0.08	0.04	0.09	0.04	0.01	0.23
r2_w	0.31	0.41	0.32	0.41	0.32	0.65
sigma_u	30.99	5.99	31.45	5.99	27.00	68.54
sigma_e	11.56	6.21	11.54	6.21	12.23	7.11
rho	0.88	0.48	0.88	0.48	0.83	0.99
ll	-961.33	-273.79	-960.28	-273.79	-718.94	-207.36

Standard errors in parentheses

+ $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Tabela 6 - Resultado da Regressão com ROAOperacional como Variável Dependente

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Aff	NonAff	AffR	NonAffR	AffBR	AffNBR
acquisition	-1.60 (1.00)	-1.05 (3.21)				
Lntassetsc	-9.70* (4.90)	-2.89* (1.38)	-9.69* (4.91)	-2.89* (1.38)	-6.30 (5.44)	-1.78 (39.17)
indtranseff	0.05*** (0.01)	0.23+ (0.12)	0.05*** (0.01)	0.23+ (0.12)	0.05** (0.02)	-0.03 (0.03)
grossmarginc	0.19*** (0.04)	0.24** (0.08)	0.19*** (0.04)	0.24** (0.08)	0.13** (0.04)	0.73*** (0.13)
lngrevenue	0.86 (1.08)		0.93 (1.09)		0.07 (1.72)	1.00 (1.48)
Mills	-73.45 (85.88)	-85.82 (61.47)	-73.09 (85.97)	-85.82 (61.47)	-42.90 (96.24)	67.40 (655.37)
1bn.year	.	.	.	.	.	.
2.year	4.98*** (1.12)	0.40 (4.11)	4.99*** (1.12)	0.40 (4.11)	4.55*** (1.33)	-1.02 (2.64)
3.year	8.93*** (1.21)	2.10 (4.09)	8.86*** (1.22)	2.10 (4.09)	8.61*** (1.53)	1.13 (2.78)
4.year	9.06*** (1.37)	-2.31 (4.67)	9.00*** (1.38)	-2.31 (4.67)	7.94*** (1.83)	2.32 (2.95)
5.year	9.01*** (1.54)	-4.10 (4.67)	8.96*** (1.54)	-4.10 (4.67)	7.45*** (2.08)	2.69 (3.09)
6.year	10.72*** (1.72)	-5.59 (5.64)	10.68*** (1.72)	-5.59 (5.64)	8.87*** (2.37)	5.22+ (3.09)
7.year	12.13*** (1.87)	-3.58 (5.94)	12.09*** (1.87)	-3.58 (5.94)	10.80*** (2.70)	2.70 (4.01)
8.year	11.13*** (2.12)	-0.06 (6.37)	11.08*** (2.13)	-0.06 (6.37)	7.95* (3.15)	7.29* (3.59)
relatedness			-1.45 (1.02)	-1.05 (3.21)	-2,36 -1,31	-0,01 -1,56
unrelatedness			-2.54 (1.60)	.	-1,46 -1,99	-3,18 -3,19
_cons	48.50 (56.69)	66.55 (45.98)	47.63 (56.77)	66.55 (45.98)	33.98 (63.93)	-39.82 (407.13)
N	257	94	257	94	191	66
r2	0.40	0.28	0.40	0.28	0.39	0.75
F	10.65	2.09	9.91	2.09	6.65	8.61
pvalue	0.00	0.02	0.00	0.02	0.00	0.00
r2_0						
r2_b	0.08	0.00	0.08	0.00	0.04	0.10
r2_w	0.40	0.28	0.40	0.28	0.39	0.75
sigma_u	9.36	6.87	9.36	6.87	7.71	9.26
rho	0.85	0.55	0.85	0.55	0.78	0.91
ll	-690.76	-286.58	-690.41	-286.58	-515.44	-147.71

Standard errors in parentheses

+ $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Tabela 7 - Resultado da Regressão com Q de Tobin como Variável Dependente

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Aff	NonAff	AffR	NonAffR	AffBR	AffNBR
acquisition	0.01 (0.08)	-0.45 (0.49)				
Intassetsc	-0.36 (0.38)	0.42+ (0.23)	-0.36 (0.38)	0.42+ (0.23)	-0.22 (0.43)	1.36 (3.68)
indtranseff	0.00 (0.00)	-0.01 (0.02)	0.00 (0.00)	-0.01 (0.02)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
grossmargin	0.01** (0.00)	-0.00 (0.01)	0.01** (0.00)	-0.00 (0.01)	0.01* (0.00)	0.02+ (0.01)
lngrrevenue	0.06 (0.09)		0.06 (0.09)		-0.11 (0.14)	0.13 (0.14)
mills	-2.89 (6.42)	0.16 (9.74)	-2.80 (6.43)	0.16 (9.74)	-1.89 (7.34)	26.43 (59.68)
1bn.year	.	.	.	.	.	.
2.year	0.29** (0.09)	0.32 (0.85)	0.29** (0.09)	0.32 (0.85)	0.31** (0.11)	0.35 (0.24)
3.year	0.49*** (0.10)	-0.32 (0.84)	0.49*** (0.10)	-0.32 (0.84)	0.59*** (0.13)	0.33 (0.25)
4.year	0.52*** (0.11)	0.04 (0.92)	0.52*** (0.11)	0.04 (0.92)	0.62*** (0.15)	0.49+ (0.27)
5.year	0.76*** (0.13)	0.34 (0.95)	0.77*** (0.13)	0.34 (0.95)	0.79*** (0.17)	0.94** (0.28)
6.year	0.96*** (0.14)	0.83 (1.08)	0.97*** (0.14)	0.83 (1.08)	1.06*** (0.20)	0.94** (0.28)
7.year	0.35* (0.15)	-0.36 (1.13)	0.35* (0.15)	-0.36 (1.13)	0.44+ (0.23)	0.51 (0.36)
8.year	0.78*** (0.17)	0.01 (1.23)	0.79*** (0.17)	0.01 (1.23)	0.86** (0.26)	0.97** (0.32)
relatedness			0.00 (0.08)	-0.45 (0.49)	0.02 (0.11)	-0.12 (0.14)
unrelatedness			0.06 (0.13)	.	0.11 (0.17)	-0.04 (0.29)
_cons	-2.53 (4.26)	-0.03 (7.30)	-2.56 (4.27)	-0.03 (7.30)	-0.13 (4.93)	-26.55 (37.01)
N	254	76	254	76	188	66
r2	0.40	0.45	0.40	0.45	0.38	0.65
F	10.40	3.10	9.64	3.10	6.33	5.44
pvalue	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
r2_0						
r2_b	0.11	0.06	0.10	0.06	0.00	0.53
r2_w	0.40	0.45	0.40	0.45	0.38	0.65
sigma_u	6.41	0.76	6.40	0.76	4.89	6.76
rho	1.00	0.41	1.00	0.41	1.00	1.00
ll	-44.60	-81.34	-44.44	-81.34	-39.35	11.18

Standard errors in parentheses

+ $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Tabela 8 - Resultados do Teste t para a Métrica ROE como Variável Dependente

	AffBR	AffNBR	Estatística t
relatedness	-6,68 (-3,91)	-2,53 (3,85)	-0,76
unrelatedness	-10,42 (5,94)	-19,05 (8,03)	0,86

Tabela 9 - Resultados do Teste t para a Métrica ROAOperacional como Variável Dependente

	AffBR	AffNBR	Estatística t
relatedness	2,36 -1,31	-0,01 -1,56	1,16
unrelatedness	-1,46 -1,99	-3,18 -3,19	0,46

Tabela 10 - Resultados do Teste t para a Métrica Q de Tobin como Variável Dependente

	AffBR	AffNBR	Estatística t
relatedness	0,02 -0,11	-0,12 -0,14	0,79
unrelatedness	0,11 -0,17	-0,04 -0,29	0,45

Em relação aos resultados do teste de robustez, tanto para a regressão com o ROE como variável dependente, como para a regressão com o ROAOperacional como variável dependente, a maior parte dos resultados não apresentou significância estatística.

No caso das hipóteses H_1 e H_1' , apesar da falta de significância estatística, os coeficientes apresentaram os mesmos sinais das regressões originais, indicando que o desempenho pós-aquisição das empresas afiliadas é pior do que o desempenho pós-aquisição das empresas independentes em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais. Em relação às hipóteses H_2 e H_2' , também foram obtidos coeficientes consistentes com as regressões originais, sugerindo que o desempenho das empresas afiliadas após aquisições relacionadas é menos negativo do que após aquisições não-relacionadas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais. Os resultados das regressões para as hipóteses H_3 e H_3' não apresentaram significância estatística e ainda mostraram alguma divergência em relação às regressões originais. Já para as hipóteses H_4 e H_4' , obteve-se um resultado com significância estatística de 10% (estatística $t < -1,645$) na regressão com ROAOperacional como variável

dependente, indicando que o desempenho de empresas afiliadas a grupos com capital de origem estrangeira após aquisições relacionadas é superior ao desempenho de empresas afiliadas a grupos com capital de origem nacional em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

A seguir, estão apresentadas as tabelas com os resultados do teste de robustez.

Tabela 11 - Resultado do Teste de Robustez com ROE como Variável Dependente

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Aff	NonAff	AffR	NonAffR	AffBR	AffNBR
acquisition	-5.12 (3.25)	2.87 (3.71)				
lntassetsc	-13.77 (17.23)	-0.64 (1.64)	-14.15 (17.26)	-0.64 (1.64)	-9.85 (19.36)	62.56 (131.02)
indtranseff	0.17*** (0.04)	0.12 (0.14)	0.18*** (0.04)	0.12 (0.14)	0.27*** (0.06)	-0.08 (0.09)
grossmarginc	0.26* (0.11)	0.11 (0.10)	0.26* (0.12)	0.11 (0.10)	0.29* (0.13)	1.16** (0.39)
lngrevenue	1.15 (3.56)		1.47 (3.59)		-0.05 (6.44)	-5.63 (3.98)
mills	-16.97 (291.86)	9.85 (84.26)	-23.59 (292.41)	9.85 (84.26)	-2.05 (332.92)	1080.25 (2132.61)
1bn.year	.	.	.	.	.	.
2.year	19.63*** (3.36)	-1.56 (4.24)	19.61*** (3.37)	-1.56 (4.24)	16.50*** (4.14)	8.69 (6.87)
3.year	24.88*** (3.74)	-3.01 (4.28)	24.60*** (3.76)	-3.01 (4.28)	22.93*** (5.06)	10.87 (7.47)
4.year	29.47*** (4.32)	-5.29 (5.19)	29.18*** (4.34)	-5.29 (5.19)	28.12*** (6.33)	12.75 (8.20)
5.year	31.02*** (4.94)	-15.23** (5.36)	30.73*** (4.96)	-15.23** (5.36)	28.28*** (7.31)	15.28+ (8.54)
6.year	35.40*** (5.64)	-12.20+ (6.71)	35.14*** (5.66)	-12.20+ (6.71)	32.37*** (8.58)	17.89* (8.61)
7.year	36.84*** (6.10)	-12.53+ (6.96)	36.53*** (6.13)	-12.53+ (6.96)	34.83*** (9.93)	16.23 (11.21)
relatedness			-4.57 (3.35)	2.87 (3.71)	-6.53 4,29	1,44 4,53
unrelatedness			-8.24 (5.40)	.	-8,94 6,74	-15,55 8,95
_cons	10.15 (192.04)	0.33 (63.47)	11.64 (192.32)	0.33 (63.47)	10.95 (218.84)	-637.34 (1319.69)
N	220	73	220	73	165	55
r2	0.33	0.45	0.33	0.45	0.35	0.67
F	6.95	3.22	6.44	3.22	4.95	4.87
pvalue	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
r2_0						
r2_b	0.04	0.09	0.05	0.09	0.00	0.26
r2_w	0.33	0.45	0.33	0.45	0.35	0.67
sigma_u	23.32	6.01	23.47	6.01	21.31	52.10
sigma_e	11.82	6.35	11.84	6.35	12.48	6.80
rho	0.80	0.47	0.80	0.47	0.74	0.98
ll	-827.81	-220.04	-827.47	-220.04	-624.96	-167.68

Standard errors in parentheses

+ $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Tabela 12 – Resultado do Teste de Robustez com ROA Operacional como Variável Dependente

	(1) Aff	(2) NonAff	(3) AffR	(4) NonAffR	(5) AffBR	(6) AffNBR
acquisition	-0.95 (1.04)	-0.64 (3.70)				
Intassetsc	-1.85 (5.80)	-3.10+ (1.67)	-1.86 (5.81)	-3.10+ (1.67)	2.03 (6.65)	-52.71 (45.49)
indtranseff	0.05*** (0.01)	0.12 (0.14)	0.05*** (0.01)	0.12 (0.14)	0.06*** (0.02)	-0.05 (0.03)
grossmarginc	0.17*** (0.04)	0.22* (0.10)	0.17*** (0.04)	0.22* (0.10)	0.14** (0.04)	0.81*** (0.15)
lngrrevenue	1.23 (1.14)		1.25 (1.15)		-1.59 (2.07)	2.21 (1.44)
mills	81.12 (102.25)	-24.74 (89.53)	80.95 (102.55)	-24.74 (89.53)	125.30 (119.74)	-796.88 (763.11)
1bn.year	.	.	.	.	.	.
2.year	5.02*** (1.08)	0.98 (4.30)	5.01*** (1.08)	0.98 (4.30)	5.03*** (1.33)	-3.16 (2.55)
3.year	8.99*** (1.20)	3.13 (4.33)	8.97*** (1.21)	3.13 (4.33)	9.65*** (1.62)	-0.98 (2.79)
4.year	9.15*** (1.38)	1.05 (5.21)	9.13*** (1.39)	1.05 (5.21)	9.61*** (2.03)	-1.02 (3.06)
5.year	9.25*** (1.58)	-0.16 (5.40)	9.24*** (1.59)	-0.16 (5.40)	9.57*** (2.35)	-0.44 (3.20)
6.year	11.19*** (1.81)	-0.03 (6.72)	11.17*** (1.81)	-0.03 (6.72)	11.52*** (2.75)	2.46 (3.27)
7.year	12.33*** (1.95)	1.73 (6.94)	12.32*** (1.96)	1.73 (6.94)	14.05*** (3.18)	-1.86 (4.17)
relatedness			-0.92 (1.07)	-0.64 (3.70)	-1.62 (1.38)	2.22 (1.70)
unrelatedness			-1.13 (1.73)	.	-0.36 (2.17)	-0.90 (3.25)
_cons	-53.87 (67.17)	19.01 (67.37)	-53.92 (67.36)	19.01 (67.37)	-61.95 (78.14)	492.65 (472.86)
N	221	76	221	76	166	55
r2	0.40	0.30	0.40	0.30	0.37	0.78
F	9.59	1.79	8.80	1.79	5.49	8.43
pvalue	0.00	0.05	0.00	0.05	0.00	0.00
r2_0						
r2_b	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.22
r2_w	0.40	0.30	0.40	0.30	0.37	0.78
sigma_u	8.56	7.43	8.55	7.43	12.03	44.67
sigma_e	3.79	6.44	3.80	6.44	4.02	2.56
rho	0.84	0.57	0.83	0.57	0.90	1.00
ll	-580.30	-231.15	-580.29	-231.15	-440.88	-113.95

Standard errors in parentheses

+ $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Tabela 13 - Resultados do Teste t para a Métrica ROE como Variável Dependente

	AffBR	AffNBR	Estatística t
relatedness	-6,53 (4,29)	1,44 (4,53)	-1,28
unrelatedness	-8,94 (6,74)	-15,55 (8,95)	0,59

Tabela 14 - Resultados do Teste t para a Métrica ROA Operacional como Variável Dependente

	AffBR	AffNBR	Estatística t
relatedness	-1,62 -1,38	2,22 -1,7	-1,75
unrelatedness	-0,36 -2,17	-0,9 -3,25	0,14

4.3 Discussão dos Resultados das Análises Estatísticas

Apesar de falta de significância estatística em muitos dos seus resultados, as análises estatísticas permitiram refutar ou confirmar algumas das hipóteses do trabalho.

Em primeiro lugar, na regressão com o retorno sobre patrimônio líquido como variável dependente, refutou-se a hipótese H_1 , automaticamente aceitando-se a hipótese H_1' . Portanto, pode-se dizer, com uma significância estatística de 10%, que a afiliação a grupos econômicos deveria afetar negativamente o desempenho pós-aquisição medido pelo ROE das empresas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais. Este efeito negativo indica que as desvantagens da afiliação a grupos econômicos superam as vantagens no que se refere ao desempenho pós-aquisição. Ele poderia estar associado aos custos da afiliação, como, por exemplo, o fato da empresa realizar uma aquisição para satisfazer objetivos do grupo econômico, mesmo que esta não seja prioritária para sua própria estratégia. Também poderia resultar de uma maior complexidade dentro da estrutura de grupo econômico para gerenciar a aquisição e o processo de integração pós-aquisição como decorrência de uma maior intervenção do escritório central. Ou até mesmo de problemas de agência decorrentes da falta de incentivos dos gestores da empresa em realizar uma aquisição bem sucedida sabendo que o grupo econômico pode prestar auxílio caso seja necessário.

As hipóteses H_2 e H_2' , até mesmo como consequência da aceitação da hipótese H_1' , foram rejeitadas. A regressão com o ROE como variável dependente permitiu afirmar, com 5% de significância estatística, que empresas afiliadas a grupos econômicos não se beneficiariam de aquisições não-relacionadas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais e que o desempenho posterior a aquisições não-relacionadas seria mais negativo do que o desempenho pós-aquisição como um todo. As aquisições relacionadas resultam em um desempenho menos negativo. Portanto, apesar dos grupos econômicos serem formados por diversas empresas, muitas vezes atuando em indústrias não relacionadas, pode-se dizer que as possíveis competências (*capability*) de entrada repetitiva em indústrias não-correlatas ou de gestão de negócios diversificados não implicam em uma competência (*capability*) de gestão de aquisições não-relacionadas. Neste caso, sobrepõem-se as vantagens de uma aquisição relacionada, que, devido à maior similaridade de recursos entre a empresa adquirente e a empresa alvo, permite obter mais economias de escala e escopo e acumular mais poder de mercado.

No caso da hipótese H_3 , não foi possível obter resultados com significância estatística para aceitá-la ou rejeitá-la. Portanto, a hipótese de que empresas afiliadas a grupos econômicos estrangeiros beneficiam-se de aquisições relacionadas continua uma incógnita. Por outro lado, em relação à hipótese H_3' , pode-se dizer, com significância estatística de 10%, que o retorno sobre patrimônio líquido de uma empresa afiliada a um grupo com capital de origem nacional piora com a realização de uma aquisição não-relacionada. Desta forma, não é possível afirmar que as empresas afiliadas a grupos nacionais sejam capazes de beneficiar-se de aquisições não-relacionadas, mesmo tendo se desenvolvido em um ambiente institucional pouco evoluído, no qual a expansão para negócios não-relacionados não seria prejudicial ao desempenho, e por meio da diversificação não-relacionada. A causa do mau desempenho das empresas afiliadas a grupos nacionais após aquisições não-relacionadas poderia estar associada à aquisição em si ou ao contexto institucional do país. No primeiro caso, o mau desempenho poderia ser explicado, por exemplo, pela falta de competência das empresas afiliadas a grupos nacionais em gerir aquisições não-relacionadas. Já no segundo caso, o mau desempenho poderia ser decorrência de um ambiente institucional suficientemente evoluído para impedir que as vantagens da expansão não-relacionada superem suas desvantagens, assim como costuma ocorrer em países desenvolvidos.

Por fim, em relação às hipóteses H_4 e H_4' , as regressões não apresentaram resultados com significância estatística para aceitá-las ou rejeitá-las. De acordo com o teste de robustez, no entanto, pode-se verificar, com significância estatística de 10%, que o ROAOperacional de empresas afiliadas a grupos estrangeiros após aquisições relacionadas é superior ao ROAOperacional de empresas afiliadas a grupos com capital de origem nacional. Este efeito pode ser resultado dos benefícios decorrentes do capital estrangeiro, que está associado a um melhor monitoramento das empresas e a um melhor acesso a recursos técnicos, gerenciais e financeiros.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1 Conclusões

Neste trabalho foi avaliado o impacto da afiliação a grupos econômicos sobre o desempenho empresarial pós-aquisição no Brasil.

Iniciou-se com uma revisão teórica geral sobre grupos econômicos, conceituando-os e caracterizando-os. Suas origens e as vantagens e desvantagens da afiliação foram então exploradas sob as perspectivas da economia e da visão baseada em recursos. Também foi explorado o tópico aquisições sob a ótica da visão baseada em recursos.

Com base neste referencial teórico, foram derivados quatro pares de hipóteses relacionando o desempenho das empresas e a ocorrência de aquisições, a saber:

H₁: a afiliação a grupos econômicos afeta positivamente o desempenho pós-aquisição das empresas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

H₁' : a afiliação a grupos econômicos afeta negativamente o desempenho pós-aquisição das empresas mesmo em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

H₂: empresas afiliadas a grupos econômicos em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais beneficiam-se de aquisições relacionadas.

H₂' : empresas afiliadas a grupos econômicos em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais beneficiam-se de aquisições não-relacionadas.

H₃: empresas afiliadas a grupos econômicos estrangeiros em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais beneficiam-se de aquisições relacionadas.

H₃' : empresas afiliadas a grupos econômicos nacionais em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais beneficiam-se de aquisições não-relacionadas.

H₄: empresas afiliadas a grupos nacionais apresentam um desempenho melhor do que afiliadas a grupos estrangeiros em aquisições não-relacionadas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

H₄' : empresas afiliadas a grupos estrangeiros apresentam um desempenho melhor do que afiliadas a grupos nacionais em aquisições relacionadas em ambientes com instituições econômicas pouco desenvolvidas e com assimetrias no fluxo de capitais.

A partir das hipóteses, estruturou-se uma pesquisa que viabilizasse a verificação delas, definindo-se a população e a amostra, as variáveis e as fontes de dados e o modelo de análise estatística. Desta forma, foram obtidos os resultados necessários para avaliar cada uma das hipóteses.

Os resultados permitiram concluir que a afiliação a grupos econômicos afeta negativamente o desempenho pós-aquisição das empresas medido pelo ROE, levando à rejeição da hipótese H₁ e à aceitação da hipótese H₁'.

Quanto às hipóteses sobre a possibilidade das empresas afiliadas a grupos econômicos poderem beneficiar-se de aquisições relacionadas ou não-relacionadas (H₂ e H₂'), os efeitos esperados não foram comprovados. Ou seja, as empresas afiliadas não se beneficiam de aquisições, sejam elas relacionadas ou não. Ainda foi possível verificar que o efeito negativo sobre o ROE pós-aquisição é maior no caso de aquisições não-relacionadas.

Não se pode chegar a uma conclusão sobre a hipótese H₃ devido à falta de resultados com significância estatística. Em relação à hipótese H₃' , de que empresas afiliadas a grupos econômicos nacionais beneficiam-se de aquisições não-relacionadas, verificou-se que isto não é válido. Na verdade, o retorno sobre patrimônio líquido de uma empresa afiliada a um grupo com capital de origem nacional piora com a realização de uma aquisição não-relacionada

Quanto às hipóteses, H₄ e H₄' , de que empresas afiliadas a grupos nacionais apresentam um desempenho melhor do que afiliadas a grupos estrangeiros em aquisições não-relacionadas e de que empresas afiliadas a grupos estrangeiros apresentam um desempenho melhor do que afiliadas a grupos nacionais em aquisições relacionadas, respectivamente, estas também não puderam ser avaliadas com significância estatística. No entanto, o teste de robustez permitiu verificar que o ROAOperacional de empresas afiliadas a grupos estrangeiros após aquisições relacionadas é superior ao ROAOperacional de empresas afiliadas a grupos com capital de origem nacional. Isto validaria a hipótese H₄'.

Além das implicações teóricas, derivadas dos testes das hipóteses desenvolvidas, este trabalho contribui para a pesquisa ao adotar uma abordagem multidisciplinar para análise dos grupos econômicos no Brasil, por meio das perspectivas da economia e da visão baseada em recursos. Acredita-se que ele também sirva de contribuição para a expansão da teoria sobre grupos econômicos, estudados aqui no caso de eventos singulares como as aquisições de empresas. Vale ressaltar também a importância do exame empírico do efeito da afiliação a grupos econômicos sobre o desempenho pós-aquisição das empresas. O trabalho também contribui para o desenvolvimento das pesquisas sobre grupos econômicos no Brasil. Também podem ser consideradas contribuições do trabalho a análise do efeito do tipo de aquisição sobre o desempenho pós-aquisição das empresas afiliadas, bem como a análise do efeito da origem do capital dos grupos econômicos sobre o desempenho pós-aquisição das empresas afiliadas.

5.2 Implicações para a Prática

É interessante ressaltar os impactos que os resultados deste trabalho podem ter para a prática. A relevância de uma pesquisa em administração também é avaliada em relação a seus impactos sobre a gestão das empresas.

Em primeiro lugar, os resultados deste trabalho proporcionam à direção das empresas novas informações e efeitos esperados em relação a aquisições, podendo contribuir na tomada de decisão de empresas afiliadas a grupos econômicos no caso de novas transações.

Os achados do trabalho também podem levar a uma revisão das estratégias de crescimento inorgânico por parte de empresas afiliadas a grupos econômicos. Sabendo dos efeitos negativos esperados das aquisições, as empresas afiliadas precisam entender profundamente as fontes de valor adicional resultantes da aquisição antes de decidir executá-la.

Como consequência deste aprofundamento, pode resultar uma reestruturação dos processos de busca, análise e avaliação de empresas alvo para aquisição. Melhorar o processo de busca das empresas alvo pode ser um meio para garantir melhores desempenhos pós-aquisição. Entender as características do grupo econômico ao qual a empresa pertence e as peculiaridades da aquisição que se deseja realizar é importante para determinar a viabilidade de uma aquisição.

Por fim, os resultados do trabalho também contribuem para a avaliação de ações de empresas afiliadas por analistas de mercado e investidores. Quando da divulgação de operações de aquisição, os analistas e investidores poderão ter uma expectativa de desempenho futuro a partir da qual balizar recomendações de compra e venda de ações das empresas de capital aberto.

5.3 Limitações e Sugestões para Pesquisa Futura

Neste trabalho, as principais limitações estão relacionadas à amostra de empresas, à base de dados de aquisições, à quantidade de observações e às variáveis de controle.

No caso da amostra de empresas, como foram analisadas apenas empresas de capital aberto as relações encontradas podem não ser válidas para o universo total das empresas que realizaram aquisições. Procurou-se reduzir o viés de seleção ao incluir na base de dados as empresas de capital aberto que também não realizaram aquisições, mas isto não impede o viés de seleção decorrente da não inclusão de empresas de capital fechado.

Em relação à base de dados de aquisições, a limitação refere-se ao fato de a ANBIMA, entidade responsável pela base, registrar as operações de aquisição a partir de formulários padronizados preenchidos por entidades dos mercados financeiro e de capitais que atuaram junto às empresas adquirentes ou vendedoras nas operações registradas. Portanto, não se pode garantir que todas as aquisições envolvendo empresas de capital aberto constem da base de dados.

Outra limitação do trabalho refere-se ao número de observações disponíveis para a análise estatística decorrentes do período selecionado e das bases de dados utilizadas. Muitas das análises estatísticas não apresentaram resultados com significância estatística, o que impossibilitou a verificação de algumas hipóteses.

Por fim, outra limitação refere-se à falta de variáveis de controle para considerar características que poderiam ter efeito sobre o desempenho pós-aquisição das empresas, tais como outras aquisições realizadas antes de 2002, a experiência obtida com as aquisições ao longo do período de análise, o grau de codificação do conhecimento obtido com as experiências de aquisição, o grau de integração da empresa adquirida na empresa adquirente e o grau de substituição dos recursos da alta gestão da empresa adquirida. Também não foi realizada uma análise de defasagem entre a ocorrência da aquisição e o desempenho das empresas, considerando que a possibilidade de melhoria no desempenho das empresas apenas depois de decorrido um período de tempo.

Em relação às sugestões para pesquisa futura, podem ser recomendadas algumas extensões do trabalho para suprir suas limitações. Por exemplo, pode-se estender o período de análise por meio de outra base de dados de aquisições para obtenção de um número maior de observações. Também é possível adicionar algumas variáveis de controle, como a experiência em aquisições, para mensurar o seu efeito sobre o desempenho das empresas pós-aquisição.

Quanto a sugestões relacionadas às hipóteses verificadas, pode-se pensar em pesquisas para aprofundá-las ou para identificar suas causas. Por exemplo, é possível aprofundar o estudo das razões pelas quais a afiliação a grupos econômicos tem um efeito negativo sobre o desempenho das empresas pós-aquisição no Brasil. Outra sugestão refere-se ao estudo das razões pelas quais as empresas afiliadas, apesar de pertencerem a grupos diversificados, não se beneficiam de aquisições não-relacionadas. Além disso, pode-se estudar de forma mais aprofundada como os grupos econômicos com capital de origem estrangeira influenciam o desempenho pós-aquisição de suas afiliadas em transações relacionadas.

Finalmente, quanto às hipóteses não verificadas devido à falta de significância estatística das regressões realizadas, pode-se pensar em outras formas de avaliar se empresas afiliadas a grupos econômicos estrangeiros beneficiam-se de aquisições relacionadas.

Ainda seria interessante replicar este estudo para outros países emergentes, a fim de se analisar o desempenho das empresas afiliadas pós-aquisição em um ambiente diferente do brasileiro, e aprofundar a literatura sobre o tema de grupos econômicos e aquisições empresariais.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBID. *Ranking ANBID de Fusões e Aquisições – Metodologia*, Jul. 2008. Disponível em <http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=3&proj=ANBID&pub=T&nome=sec_ESTADISTICAS_FINANCAS_fusoes&db=>>. Acesso em 22 dez. 2009.

ARNOLD, D. J.; QUELCH, J. A. New Strategies in Emerging Markets. *Sloan Management Review*, v. 40, n. 1, p. 7-20, Fall 1998.

BAKER, G. P. Beatrice: A Study in the Creation and Destruction of Value. *The Journal of Finance*, v. 47, n. 3, Jul. 1992.

BARNEY, J. B. Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions: Reconsidering the Relatedness Hypothesis. *Strategic Management Journal*, v. 9, Special Issue: Strategy Content Research, p. 71-78, Summer 1988.

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

_____. The Resource-based Theory of the Firm. *Organization Science*, v. 7, n. 5, p. 469, Sep./Oct. 1996.

_____. How a Firm's Capabilities Affect Boundaries Decision. *Sloan Management Review*, v. 40, n. 3, p. 137-145, Spring 1999.

_____. Resource-based Theories of Competitive Advantage: A Ten-year Retrospective on the Resource-based View. *Journal of Management*, v. 27, p. 643-650, Dec. 2001.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 14 jan. 2011.

BRUNER, R. F. *Applied Mergers and Acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2004, 1029 p.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias Operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, v. 49, n. 2, p. 206-220, Abr./Jun. 2009.

CAPRON, L. The Long-Term Performance of Horizontal Acquisitions. *Strategic Management Journal*, v. 20, n. 11, p. 987-1018, Nov. 1999.

CESTONE, G.; FUMAGALLI, C. The Strategic Impact of Resource Flexibility in Business Groups. *The RAND Journal of Economics*, v. 36, n. 1, p. 193-214, Spring 2005.

CHANG, J. S. International Expansion Strategy of Japanese Firms: Capability Building through Sequential Entry. *The Academy of Management Journal*, v. 28, n. 2, p. 383-407, Apr. 1995.

_____. Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea. *The Academy of Management Journal*, v. 46, n. 2, p. 238-253, Apr. 2003.

CHANG, S. J.; CHOI, U. Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transactions Cost Approach. *The Journal of Industrial Economics*, v. 37, n. 2, p.141-158, Dec. 1988.

CHANG, S. J.; HONG, J. Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions. *The Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, p. 429-448, Jun. 2000.

CHATTERJEE, S.; WERNERFELT, B. The Link between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence. *Strategic Management Journal*, v. 12, n. 1, p. 33-48, Jan. 1991.

CHHIBBER, P. K.; MAJUMDAR, S. K. Foreign Ownership and Profitability: Property Rights, Control, and the Performance of Firms in Indian Industry. *Journal of Law and Economics*, v. 42, p. 209-238, Jan. 1999.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. *Economica*, New Series, v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov. 1937.

CONNER, K. R. A Historical Comparison of Resource-based Theory and Five Schools of Thought Within Industrial Organization Economics: Do We Have a New Theory of the Firm? *Journal of Management*, v. 17, n. 1, p. 121-154, 1991.

CONNER, K. R.; PRAHALAD, C. K. A Resource-based Theory of the Firm: Knowledge versus Opportunism. *Organization Science*, v. 7, n. 5, p. 477-501, Sep./Oct. 1996.

DAS, T. K.; TENG, B. A Resource-Based Theory of Strategic Alliances. *Journal of Management*, v. 26, n. 1, p. 31-61, 2000.

DIERICKX, I.; COOL, K. Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage. *Management Science*, v. 35, n. 12, p.1504-1511, Dec. 1989.

DOUMA, S.; GEORGE, R.; KABIR, R. Foreign and Domestic Ownership, Business Groups, and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, v. 27, p. 637-657, 2006.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. Modelos Econométricos para Dados em Pannel: Aspectos Teóricos e Exemplos de Aplicação à Pesquisa em Contabilidade e Finanças. In: Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 4, 2007, São Paulo. *Controladoria e Contabilidade em Prol do Desenvolvimento*. São Paulo. Disponível em <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos72007/523.pdf>>. Acesso em 03 fev. 2011.

DYER, J. H.; SINGH, H. The Relational View: Cooperative Strategy and Sources of Interorganizational Competitive Advantage. *The Academy of Management Review*, v. 23, n. 4, p. 660-679, Oct. 1998.

EISENHARDT, K. M.; MARTIN, J. A. Dynamic Capabilities: What Are They? *Strategic Management Journal*, v. 21, p. 1105-1121, 2000.

EISENHARDT, K. M.; SCHOONHOVEN, C. B. Resource-Based View of Strategic Alliance Formation: Strategic and Social Effects in Entrepreneurial Firms. *Organization Science*, v. 7, n. 2, p. 136-150, Mar./Apr. 1996.

FISMAN, R.; KHANNA, T. Facilitating Development: The Role of Business Groups. *World Development*, v. 32, n. 4, p. 609-628, 2004.

GERTNER, R. H.; SCHARFSTEIN, D. S.; STEIN, J. C. Internal versus External Capital Markets. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 109, n. 4, p. 1211-1230, Nov. 1994.

GHEMAWAT, P.; KHANNA, T. The Nature of Diversified Business Groups: A Research Design and Two Case Studies. *The Journal of Industrial Economics*, v. 46, n.1, p. 35-61, Mar. 1998.

GRANOVETTER, M. Coase Revisited: Business Groups in the Modern Economy. *Industrial and Corporate Change*, n. 4, p. 93-130, 1995.

GUILLÉN, M. F. Business groups in emerging economies: A resource-based view. *Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, p. 362-380, Jun 2000.

HAIR, J. F. et al. Análise Multivariada de Variância. In: _____. *Análise Multivariada de Dados*. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009. cap. 6, p. 303-355.

HALEBILAN, J.; FINKELSTEIN, S. The Influence of Organizational Acquisition Experiences on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, v. 44, n. 1, p. 29-56, Mar. 1999.

HARRISON, J. S. et al. Resource complementarity in business combinations: Extending the logic to organizational alliances. *Journal of Management*, v. 27, p. 679-690, 2001.

HAYWARD, M. L. A. When do Firms Learn from Their Acquisition Experience? Evidence from 1990-1995. *Strategic Management Journal*, v. 23, n. 1, p. 21-39, Jan. 2002.

HILL, C. W. L.; HOSKISSON, R. E. Strategy and Structure in the Multiproduct Firm. *The Academy of Management Review*, v. 12, n. 2, p. 331-341, Apr. 1987.

HILL, R. C.; GRIFFITHS, W. E.; JUDGE, G. G. *Econometria*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. 471 p.

HOSKISSON, R. E. Multidivisional Structure and Performance: The Contingency of Diversification Strategy. *The Academy of Management Journal*, v. 30, n. 4, p. 625-644, Dec. 1987.

HOSKISSON, R. E. et al. Strategy in Emerging Economies. *The Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, p. 249-267, Jun. 2000.

HOSKISSON, R. E. et al. Diversified Business Groups and Corporate Refocusing in Emerging Economies, *Journal of Management*, v. 31, n. 6, p. 941-965, Dec. 2005.

HOSKISSON, R. E.; HITT, M. A. Antecedents and Performance Outcomes of Diversification: A Review and Critique of Theoretical Perspectives. *Journal of Management*, v. 16, n. 2, p. 461-509, 1990.

HSIAO, C. *Analysis of Panel Data*. 2nd ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2003. 366 p.

JOHNSON, S. et al. Tunneling. *The American Economic Review*, v. 90, n. 2, p. 22-27, May 2000.

KAPLAN, S. N. MITCHELL, M. L. WRUCK, K. H. A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction Acquisitions: Organizations, Design, Incentives, and Internal Capital Markets. In: KAPLAN, S. N. *Mergers and Productivity*. Chicago: University of Chicago Press, 2000, cap. 4, p. 179-237.

KARIM, S.; MITCHELL, W. Path-Dependent and Path-Breaking Change: Reconfiguring Business Resources following Acquisitions in the U.S. Medical Sector, 1978-1995. *Strategic Management Journal*, v. 21, p. 1061-1081, 2000.

KEISTER, L. A. Engineering Growth: Business Group Structure and Firm Performance in China's Transition Economy. *The American Journal of Sociology*, v. 104, n. 2, p. 404-440, Sep. 1998.

KHANNA, T.; PALEPU, K. Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets. *Harvard Business Review*, v. 75, n. 4, p. 41-51, Jul.-Aug. 1997.

_____. Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 2, p. 867-891, Apr. 2000.

_____. The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-Run Evidence from Chile. *The Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, p. 268-285, Jun. 2000.

KHANNA, T.; RIVKIN, J. W. Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets. *Strategic Management Journal*, v. 22, p. 45-74, 2001.

KHANNA, T.; YAFEH, Y. Business Groups and Risk Sharing Around the World. *Journal of Business*, v. 78, n. 1, p. 301-340, 2005.

_____. Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites? *Journal of Economic Literature*, v. 45, p. 331-372, Jun. 2007.

KIM, H.; HOSKISSON, R. E. Japanese Governance Systems: A Critical Review. In: PRASAD, S. B. *Advances in International Comparative Management*, v. 11, p. 165-189, 1996.

KPMG. *Pesquisa de Fusões e Aquisições 2010: 4º Trimestre*. Jan. 2011. Disponível em: <www.kpmg.com/BR/PT/Paginas/default.aspx>. Acesso em: 08 mar. 2011.

LEFF, N. Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups. *Economic Development and Cultural Change*, v. 26, n. 4, p. 661-675, Jul. 1978.

LUBATKIN, M. Merger Strategies and Stockholder Value. *Strategic Management Journal*, v. 8, n. 1, p.39-53, Jan.-Feb. 1987.

MADHOK, A. The Organization of Economic Activity: Transaction Costs, Firm Capabilities, and the Nature of Governance. *Organization Science*, v. 7, n. 5, p. 577-590, Sep./Oct. 1996.

MAHMOOD, I. P.; ZHU, H.; ZAJAC, E. J. Where Can Capabilities Come From? Network Ties and Capability Acquisition in Business Groups. *Strategic Management Journal*, 2010. Disponível em: <www.wileyonlinelibrary.com>. Acesso em: 15 jan. 2011.

MAKADOK, R. Toward a Synthesis of the Resource-Based and Dynamic-Capability Views of Rent Creation. *Strategic Management Journal*, v. 22, n. 5, p. 387-401, May, 2001.

MARCH, J. G.; SPROULL, L. S.; TAMUZ, M. Learning from Samples of One or Fewer. *Organization Science*, v. 2, n. 1, Special Issue: Organizational Learning: Papers in Honor of (and by) James G. March, p. 1-13, Mar. 1991.

MARQUES, L. D. *Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: Revisão de Literatura*. Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão da Faculdade de Economia do Porto, Out. 2000. Disponível em: <<http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/wp100.pdf>>. Acesso em 04 fev. 2011.

MCKELVIE, A.; WIKLUND, J.; DAVIDSSON, P. A Resource-based View on Organic and Acquired Growth. In: KATZ, J.; LUMPKIN, T. *Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence and Growth*, v. 9, p. 175-194. Emerald Group Publishing Limited, 2006.

MERGERMARKET. *Monthly M&A Insider: A Mergermarket Report on Global M&A Activity*. Feb. 2011. Disponível em: <<http://www.mergermarket.com>>. Acesso em: 08 mar. 2011.

PAPPAS, G.; SIROWER, M. Growth? Now?. *Opportunities for Action in Industrial Goods*, Boston, Oct. 2002. Disponível em: <<http://www.bcg.com/documents/file14015.pdf>>. Acesso em 13 jan. 2010.

PETERAF, M.A. The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View. *Strategic Management Journal*, v. 14, n. 3, p. 179-191, Mar. 1993.

PEROTTI, E. C.; GELFER, S. Red Barons or Robber Barons? Governance and Financing in Russian Financial-Industrial Groups. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=180442>>. Acesso em 14 jan. 2010.

PORTER, M. E. *Vantagem Competitiva: Criando e Sustentando um Desempenho Superior*. Tradução: Elizabeth Maria de Pinho Braga. Revisão técnica: Jorge A. Garcia Gomez. 34ª edição. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

PRAHALAD, C. K.; HAMEL, G. The Core Competencies of the Corporation. *Harvard Business Review*, v. 68, p. 79-91, May/Jun. 1990.

SINGH, H.; MONTGOMERY, C. A. Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, v. 8, p. 377-386, Jul./Aug. 1987.

TANRIVERDI, H.; VENKATRAMAN, N. Knowledge Relatedness and the Performance of Multibusiness Firms. *Strategic Management Journal*, v. 26, p. 97-119, 2005.

TSANG, E. W. K. Motives for Strategic Alliance: A Resource-Based Perspective. *Scandinavian Journal of Management*, v. 14, n. 3, p. 207-221, Mar. 1998.

UHLENBRUCK, K.; DE CASTRO, J. O. Foreign Acquisitions in Central and Eastern Europe: Outcomes of Privatization in Transitional Economies. *The Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, p. 381-402, Jun. 2000.

UHLENBRUCK, K.; HITT, M. A.; SEMADENI, M. Market Value Effects of Acquisitions Involving Internet Firms: A Resource-Based Analysis. *Strategic Management Journal*, v. 27, p. 899-913, Jul. 2006.

VALOR GRANDES GRUPOS. São Paulo: Valor Econômico, ano 6, n. 6, Nov. 2007. Disponível em <<http://www.valoronline.com.br>>. Acesso em 10 dez. 2010.

WAN, W. P.; HOSKISSON, R. E. Home Country Environments, Corporate Diversification Strategies, and Firm Performance. *The Academy of Management Journal*, v. 46, n. 1, p. 27-45, Feb. 2003.

WERNERFELT, B. A Resource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, v. 5, n. 2, p. 171-180, Apr./Jun. 1984.

WILLIAMSON, O. E. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press, 1985. 450 p.

WOOD JR., T; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e Aquisições no Brasil. *Revista de Administração de Empresas – RAE Executivo*, v. 2, n. 4, p. 41-45, Nov. 2003/Jan. 2004.

YIU, D. W.; BRUTON, G. D. LU, Y. Understanding Business Group Performance in an Emerging Economy: Acquiring Resources and Capabilities in Order to Prosper. *Journal of Management Studies*, v. 42, n. 1, p. 183-206, Jan. 2005.

YIU, D. W. et al. Business Groups: An Integrated Model to Focus Future Research. *Journal of Management Studies*, v. 44, n. 8, p. 1551-1579, Dec. 2007.

ZOLLO, M.; SINGH, H. *Post Acquisition strategies, integration capability and the economic performance of corporate acquisitions*. Working paper, INSEAD, 2000.