



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

RENATO NOGUEIRA STARLING

DESEMPENHO FINANCEIRO, MUDANÇAS ESTRATÉGICAS E CONCENTRAÇÃO
DO SETOR: RELAÇÕES TEMPORAIS EM EMPRESAS BRASILEIRAS DE
CAPITAL ABERTO

BRASÍLIA
2012

RENATO NOGUEIRA STARLING

DESEMPENHO FINANCEIRO, MUDANÇAS ESTRATÉGICAS E CONCENTRAÇÃO
DO SETOR: RELAÇÕES TEMPORAIS EM EMPRESAS BRASILEIRAS DE
CAPITAL ABERTO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito à obtenção do título de Mestre em Administração

Orientador: Prof. Dr. Rafael Barreiros Porto

BRASÍLIA
2012

Renato Nogueira Starling

Desempenho financeiro, mudanças estratégicas e concentração do setor: relações temporais
em empresas brasileiras de capital aberto

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.
Área de concentração: Inovação e Estratégia

Aprovação:

Brasília, 2 de agosto de 2012

Prof. Dr. Rafael Barreiros Porto
Universidade de Brasília (UnB/PPGA) – Orientador

Prof^ª. Dr^ª. Eliane Pereira Zamith Brito
Fundação Getulio Vargas (FGV/EAESP) – Examinadora externa

Prof. Dr. Tomás de Aquino Guimarães
Universidade de Brasília (UnB/PPGA) – Examinador interno

Agradecimentos

Aos meus pais, Rosa e Silvério, irmãos, sobrinhos e cunhados que, mesmo longe, contribuíram imensamente suportando, apoiando, cobrando, estimulando e tranquilizando minha mente ansiosa, e à Marcella que fez tudo isso ao meu lado.

Ao meu orientador, Dr. Rafael Porto, por me guiar pacientemente pelo método das ciências;

Aos amigos que, inteligentes e sensatos, me inspiram quando a autoconfiança falha;

Ao contribuinte brasileiro, que custeou minha educação do ensino fundamental até este momento. Espero propiciar conhecimento útil que possa retribuir seu esforço;

Muito obrigado!

Resumo

Um tema relevante para a área de estratégia é o impacto das mudanças promovidas pelas empresas sobre seu desempenho. Entretanto, ainda existem divergências teóricas e empíricas sobre quais seriam esses impactos. Nesta pesquisa foram analisados os efeitos das mudanças estratégicas do conselho de administração, dos clientes e dos produtos, bem como do contexto de concentração setorial, sobre a lucratividade, o crescimento e o valor de mercado em uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto. Também foram avaliados os impactos do desempenho em períodos pretéritos e da concentração do setor sobre as mesmas mudanças estratégicas. Usando dados de 68 companhias de capital aberto brasileiras referentes a oito anos construiu-se um banco em formato de dados em painel que foi analisado por meio de equações de estimação generalizadas. De maneira geral, os resultados indicaram que a concentração do setor prevaleceu como preditora tanto do desempenho financeiro quanto da mudança estratégica. Na predição do desempenho, o valor de mercado reagiu negativamente à mudança estratégica e a lucratividade foi a dimensão do desempenho mais sensível a ela. Quanto à predição da mudança estratégica, a concepção de que desempenhos ruins em períodos anteriores implicam em maiores mudanças estratégicas não foi confirmada, pelo menos de forma integral. A pesquisa contribui com evidências empíricas tanto para os estudos sobre os determinantes do desempenho quanto para a discussão sobre a formulação de estratégias empresariais.

Palavras chave: mudança estratégica, desempenho financeiro, concentração do setor, equações de estimação generalizadas.

Abstract

The impact of changes promoted by companies on their performance is an issue for research in strategy. However, there are theoretical and empirical disagreement about these impacts. This study analyzes the effects that strategic changes to the board of directors, to customers and products as well as industry concentration, had on the profitability, growth and market value of a sample of publicly traded Brazilian companies. Furthermore, it analyzed the impact of previous performance and concentration of the industry on these strategic changes. Using data from 68 companies from an eight year period, a panel dataset has been built and subsequently analyzed by generalized estimating equations. Overall, the results indicated that the concentration of the industry prevailed as a predictor of both performance and strategic change. In the prediction of business performance, the company's market value reacted negatively to the strategic change and profitability was the dimension most affected by it. As for the prediction of strategic change, the notion that poor performances in previous periods imply larger strategic changes has not been fully confirmed. The research contributes empirical evidence both for studies on the determinants of performance and for the discussion about the formulation of business strategies.

Keywords: strategic change, financial performance, industry concentration, generalized estimating equations.

Lista de ilustrações

Figura 1 – Modelos explicativos do desempenho	19
Figura 2 – Modelos explicativos da mudança estratégica	20
Figura 3 – Resultados para o modelo explicativo do retorno sobre o ativo	33
Figura 4 - Resultados para o modelo explicativo do crescimento das vendas	34
Figura 5 - Resultados para o modelo explicativo do valor de mercado	36
Figura 6 - Resultados para o modelo explicativo do índice de mudança estratégica de produtos	37
Figura 7 - Resultados para o modelo explicativo do índice de mudança estratégica de clientes	38
Figura 8 - Resultados para o modelo explicativo do índice de mudança estratégica da composição do conselho de administração.....	39

Lista de tabelas

Tabela 1 - Distribuição da amostra por Divisão CNAE	23
Tabela 2 – Definição das variáveis.....	25
Tabela 3 - Estatísticas descritivas.....	29
Tabela 4 - Comparação entre os modelos.....	31

Lista de abreviaturas e siglas

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S.A.

CNAE - Classificação Nacional de Atividades Econômicas

CNPJ – Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

GEE – Equações de Estimação Generalizadas

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IGPM – Índice Geral de Preços – Mercado

PIB – Produto Interno Bruto

QIC – Critério de quasi-verossimilhança sob o modelo de independência

QICC – Critério de quasi-verossimilhança sob o modelo de independência corrigido

S.A. – Sociedade Anônima

Sumário

1	Introdução.....	1
2	Referencial teórico e modelo de pesquisa.....	3
2.1	O desempenho financeiro e suas dimensões.....	3
2.2	As mudanças estratégicas.....	5
2.2.1	Mudança estratégica do Conselho de administração.....	9
2.2.2	Mudança estratégica de produto.....	10
2.2.3	Mudança estratégica de clientes.....	11
2.3	Antecedentes da mudança estratégica.....	12
2.3.1	O desempenho passado como determinante da mudança estratégica.....	13
2.3.2	A estrutura do setor como determinante da mudança estratégica.....	15
2.4	Modelo da pesquisa.....	17
3	Método.....	21
3.1	Fontes de dados e amostra.....	21
3.2	Procedimentos de coleta e análise dos dados.....	24
3.2.1	Procedimento de coleta.....	24
3.2.2	Variáveis.....	25
3.2.3	Procedimento de análise.....	28
4	Resultados.....	31
4.1	Modelos de explicação dos fenômenos.....	31
4.2	Variáveis explicativas do desempenho financeiro.....	32
4.2.1	Retorno sobre o ativo (ROA).....	32
4.2.2	Crescimento das vendas (VEN).....	34
4.2.3	Valor de mercado (VAM).....	35
4.3	Variáveis explicativas da mudança estratégica.....	36
4.3.1	Índice de mudança estratégica de produtos.....	36
4.3.2	Índice de mudança estratégica de clientes.....	37
4.3.3	Índice de mudança estratégica da composição do conselho de administração... 38	
5	Discussão dos resultados.....	41

5.1	Influência da mudança estratégica sobre o desempenho financeiro	41
5.2	Influência do desempenho financeiro sobre a mudança estratégica	44
6	Conclusão	47
	Referências	49
	Anexo I – Exemplo das informações disponibilizadas pela CVM.....	54
	Anexo II – Lista das empresas selecionadas para a amostra	55

1 Introdução

Sociedades Anônimas (S.A.) são empresas com fins lucrativos cujo capital é dividido em ações, sendo que as de capital aberto podem negociar valores mobiliários em mercado aberto (BRASIL, 1976). Nos últimos anos, a importância econômica das sociedades anônimas de capital aberto têm crescido no Brasil. Dados da BM&FBOVESPA (2012) combinados com o Produto Interno Bruto (PIB) calculado pelo IBGE (2012) indicam que, no intervalo entre 2000 e 2010 o valor de mercado dessas empresas cresceu, em termos reais, de 37,4% para 69,9% do PIB, atingindo o patamar de R\$ 2,6 trilhões em 2010. O desempenho dessas empresas, portanto, pode ter um efeito relevante não apenas para acionistas, mas para a sociedade em geral, o que amplifica o interesse por sua compreensão.

Sabe-se que desempenho empresarial é um conceito multidimensional, que pode ser medido de diversas maneiras. Uma dimensão importante desse desempenho é a financeira, que incorpora aspectos relativos à lucratividade, ao crescimento e ao valor de mercado (VENKATRAMAN; RAMANUJAM, 1986; BRITO; BRITO; MORGANTI, 2009). O estudo dos fatores que podem influenciar o desempenho financeiro é um dos temas mais tradicionais da área de estratégia (CAPON; FARLEY; HOENIG, 1990; FURRER, THOMAS; GOUSSEVSKAIA, 2008).

As estratégias relativas aos produtos e aos clientes, por sua vez, estão entre critérios mais frequentemente apontados como determinantes do desempenho empresarial (FURRER, THOMAS; GOUSSEVSKAIA, 2008). Também aspectos relativos à composição da alta administração da empresa e de seu conselho de administração, que muitas vezes definem a estratégia a ser adotada, vêm sendo investigados como sendo desses determinantes (CERTO, LESTER, *et al.*, 2006; HAYNES; HILLMAN, 2010).

Um crescente número de estudos tem abordado o caráter dinâmico da estratégia (KETCHEN; SNOW; HOOVER, 2004; HUTZSCHENREUTER; ISRAEL, 2009; HITT, BOYD; LI, 2004). Os estudos dessa vertente, em geral, abordam temas como ação e resposta competitiva, vantagens do pioneirismo, relações simultâneas de competição e cooperação entre empresas, cooperação em diversas arenas, grupos estratégicos e polos regionais (KETCHEN; SNOW; HOOVER, 2004). Nesse contexto, as mudanças estratégicas também se tornaram tema relevante e enfatizaram a abordagem de aspectos processuais da estratégia (PETTIGREW, 2012).

As pesquisas com dinâmica de estratégias de produtos, clientes e alta administração raramente consideram mais que um desses aspectos. Nesta pesquisa os três aspectos foram abordados de maneira integrada como determinantes da lucratividade, do crescimento e do valor de mercado das empresas. A abordagem proposta examinou a mudança, um aspecto dinâmico da estratégia, e utilizou dados de diversas empresas, de vários setores, em uma série de anos, incluindo o uso de dados defasados para verificar relações causais entre as variáveis estudadas.

O objetivo geral da pesquisa foi analisar as relações de determinação, ao longo do tempo, entre o desempenho financeiro, as mudanças estratégicas e a concentração do setor, para uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto.

Para tanto, foram abordados dois objetivos específicos, quais sejam:

- Testar a influência da concentração do setor em que a empresa atua e das mudanças estratégicas de conselho de administração, produtos e clientes sobre a lucratividade, o crescimento e o valor de mercado, controladas as características singulares de cada empresa e o ano da mensuração;
- Testar a influência do crescimento, da lucratividade e do valor de mercado pretéritos e da concentração do setor sobre as mudanças estratégicas de produtos, clientes e conselho de administração das empresas, controladas as características singulares de cada empresa e o ano da mensuração;

O trabalho está estruturado em 5 seções, além desta introdução. Na próxima seção é apresentado o referencial teórico que fundamenta a pesquisa. Nele são tratados temas relativos aos fenômenos que serão investigados, suas dimensões e suas relações. Essa seção foi estruturada em quatro subseções em que se discute o desempenho financeiro, as mudanças estratégicas, os antecedentes dessas mudanças e o modelo adotado nesta pesquisa. Em seguida o método pelo qual os fenômenos foram abordados é apresentado, com ênfase para os dados utilizados, as variáveis adotadas e os procedimentos de análise do banco de dados gerado. Na seção 4 apresentam-se os resultados encontrados e na seção 5 esses resultados são discutidos à luz do referencial teórico construído. Por fim são sistematizadas as conclusões originadas da pesquisa.

2 Referencial teórico e modelo de pesquisa

Nessa seção são apresentadas as variáveis estudadas e as possíveis relações entre elas apontadas pela teoria. Inicialmente aborda-se o desempenho financeiro, uma consequência importante da mudança estratégica. Em seguida apresenta-se o conceito de mudança estratégica e alguns problemas em que ela se manifesta. São analisados, ainda, os fatores que podem causar uma mudança estratégica ou que podem reduzir as possibilidades dela acontecer. Por fim, apresenta-se o modelo a ser testado, decorrente das construções teóricas discutidas.

2.1 O desempenho financeiro e suas dimensões

O desempenho das empresas tem sido o tema mais presente nos estudos da área de estratégia ao longo das últimas décadas (FURRER; THOMAS; GOUSSEVSKAIA, 2008). Aceitando essa recorrência do tema como um indicador de sua relevância para a área, pode-se inferir a importância de se compreender o significado desse construto, bem como os fatores a ele associados.

Em comum, no que diz respeito ao significado do desempenho, estudos acadêmicos e outras fontes de conhecimento consideram-no como a consecução de um objetivo da organização (LEBAS, 1995). É nesse sentido que se pode verificar na literatura a insistência em considerar o desempenho como a variável dependente, a ser explicada por fatores diversos (CAPON; FARLEY; HOENIG, 1990). Na linguagem leiga também se pode encontrar essa concepção de desempenho como o resultado da execução de uma tarefa ou o funcionamento de um serviço (AULETE ; VALENTE, 2011). Mesmo na legislação encontra-se referência a empresas com fins lucrativos (BRASIL, 1976), institucionalizando a mais tradicional métrica de desempenho como o objetivo de um grupo de organizações.

Não obstante à aceitação majoritária do caráter finalístico do desempenho, muito se discutiu na literatura sobre a essência desse construto e, conseqüentemente, sobre a maneira mais adequada de mensurá-lo (LEBAS, 1995). O que se viu ao longo do tempo foi o surgimento de uma diversidade de métricas que, em diferentes aspectos, podem ser consideradas como componentes do construto (LEBAS, 1995). Nesse contexto, podem ser

úteis classificações que organizem a grande quantidade de métricas em grupos que representem dimensões distintas. Para isso contribuíram Venkatraman e Ramanujam (1986), que propuseram um esquema de classificação das métricas utilizadas em estudos da área de estratégia para indicar o desempenho de negócio (*business performance*). Para os autores, esse conceito envolve dois domínios de indicadores – financeiros e operacionais – e pode ser abordado por meio de dados primários e/ou secundários. O cruzamento dessas duas dimensões – domínio e fonte dos indicadores – pode, segundo os autores, ser usado para identificar benefícios e limitações das pesquisas realizadas. Restringindo o escopo ao desempenho financeiro, Combs, Crook e Shook (2005 *apud* Brito; Brito; Morganti, 2009), a partir de revisão de estudos da área de estratégia, identificaram três dimensões desse construto na literatura: lucratividade, crescimento e valor de mercado.

A abordagem clássica da economia política considerava como objetivo das empresas maximizar o lucro (SIMONSEN, 1979) sendo criadas diversas medidas para representar esse aspecto do desempenho. Livros texto como o de Gitman (2004), apresentam métricas que vêm sendo usadas para representar essa dimensão, como as margens de lucro, o lucro por ação, o retorno sobre o ativo e o retorno sobre o capital próprio. Entretanto, outras propostas indicaram que a lucratividade, embora necessária, era insuficiente para representar todo o desempenho da organização, seja por sua incapacidade de representar aspectos incorporados à racionalidade econômica, como a distribuição da rentabilidade no tempo, os fluxos de caixa e o risco (GITMAN, 2004), seja pelas limitações do próprio pressuposto de racionalidade econômica (CYERT; MARCH, 1963). Diante desta limitação buscou-se então representar o desempenho também por meio de métricas que apuram o valor de mercado.

As questões relativas à rentabilidade no tempo, aos fluxos de caixa e ao risco são incorporadas pela avaliação feita pelo mercado do valor da empresa. Nesse sentido, Sundaram e Inkpen (2004) argumentam que, na data em que escreveram, assim como desde o final do século XIX, ainda se pode afirmar que o objetivo do administrador deve ser aumentar a riqueza do acionista e que seu comportamento deveria ter esse foco. Araújo e Assaf Neto (2003) corroboram essa visão e destacam a importância de que seja adotada uma contabilidade baseada em valor, para melhor representar os fenômenos econômicos. Assim, considerando o caráter finalístico do desempenho, a abordagem da lucratividade e do valor de mercado como dimensões do desempenho financeiro parece refletir a própria evolução das ideias sobre os objetivos dos administradores das empresas.

O crescimento empresarial também é uma das métricas tradicionalmente usadas para tratar do desempenho das organizações. Uma abordagem que justifica a adoção dessa métrica desmembrada das demais é apresentada por Brito, Brito e Morganti (2009). A argumentação desses autores parte da constatação de que a diferença entre o custo total do produto e a disposição a pagar dos consumidores pode ser apropriada pela empresa (quando o preço se aproxima da disposição a pagar) ou pelo consumidor (quando se aproxima do custo). No primeiro caso, a empresa auferiria maiores margens de lucratividade. No segundo caso, no entanto, o consumidor seria diretamente beneficiado – pois estaria pagando menos que estaria disposto. Assim, esse último tipo de apropriação poderia impulsionar o crescimento da empresa.

Assim, crescimento, lucratividade e valor de mercado compõem dimensões distintas do desempenho financeiro, que podem propiciar, juntas, uma melhor compreensão do fenômeno, e reagir de formas diferentes a determinadas estratégias ou à mudança delas. Na próxima seção, apresenta-se o conceito de mudança estratégica e discutem-se os possíveis efeitos dessas mudanças no desempenho financeiro.

2.2 *As mudanças estratégicas*

Uma ampla lista de definições propostas por autores diversos pode ser apresentada para introduzir a discussão sobre o conceito de estratégia¹. Isso reflete o fato de existirem múltiplos entendimentos sobre o conceito, tanto nos estudos da área de administração quanto em outras ciências sociais. Mintzberg (1987) sistematizou cinco ideias recorrentemente associadas à concepção de estratégia. Segundo o autor a estratégia pode ser associada a um plano ou curso de ação, a um padrão de comportamento repetido ao longo do tempo, a uma

¹ Apresentam-se, a seguir, apenas alguns conceitos de estratégia, extraídos das referências usadas nesta pesquisa: “A estratégia é mais de um padrão ou um fluxo de decisões maiores e menores sobre os possíveis domínios futuros de uma organização” (MILES; SNOW, 2003, p. 7); “Estratégia, em linguagem moderna, é uma solução para o problema de agência que surge devido à alta administração não poder participar ou acompanhar todas as decisões e diretamente garantir a coerência da miríade de ações e escolhas individuais que compõem as atividades em andamento de uma empresa” (PORTER, 1991, p. 96); “a verdadeira estratégia tende envolver as decisões internas e o fluxo de eventos externos em conjunto para criar um novo consenso, amplamente compartilhado, que guie a ação dos principais membros da alta administração” (QUINN, 1978, p. 7); “Estratégia competitiva não é um fenômeno estático, mas sim uma sequência de ações interligadas e reações que se desenrolam ao longo tempo” (HUTZSCHENREUTER; ISRAEL, 2009, p. 421); “estratégia pode ser definida como o estabelecimento de objetivos e metas de longo prazo de uma empresa e a adoção de cursos de ação e a alocação de recursos necessários para atingir essas metas” (CHANDLER, 1962, p. 13).

posição ocupada pelos produtos da empresa em um mercado, a uma perspectiva de como as coisas devem ser feitas ou a um truque² usado pela empresa para superar os concorrentes.

Para o presente estudo, adota-se a ideia de estratégia como um padrão. Nesse sentido a estratégia se caracteriza pelas ações da organização em sua trajetória passada (MINTZBERG, 1987), o que implica em uma vantagem para a pesquisa: ela torna-se acessível a partir de dados objetivos que identifiquem as ações das organizações (MILES; SNOW, 2003).

A ideia de que a organização precisa mudar sua estratégia para se adaptar às condições ambientais do momento é frequentemente encontrada na literatura (MILES; SNOW, 2003; PETTIGREW, 1987; PORTER, 1991; CHANDLER, 1962). Não é de se estranhar, portanto, que a mudança estratégica tenha surgido como um conceito relevante para as pesquisas da área.

A mudança estratégica costuma ser definida mais do ponto de vista operacional que do conceitual (VITHESSONTHI; THOUMRUNGROJE, 2011). Buscando sistematizar o conceito a partir do seu uso, Dufour e Steane (2006) identificaram quatro paradigmas concorrentes sobre a mudança estratégica que denominaram abordagens clássica, contingencial, política e comportamental. Na primeira perspectiva supõe-se a existência de condições ideais a partir das quais, por meio de ferramentas racionais, os planejadores poderiam conceber as mudanças estratégicas que, em seguida, seriam implementadas conforme o planejamento. Na abordagem contingencial a análise do contexto seria enfatizada durante a formulação das mudanças. Na abordagem comportamental o foco da análise é voltado para o processo de implementação da mudança estratégica e na abordagem política enfatizam-se os interesses e ações dos envolvidos no processo de mudança estratégica. Assim os autores classificam os paradigmas da mudança estratégica em uma matriz de duas dimensões. Em uma delas diferenciam-se as abordagens que a tratam como uma construção social (as abordagens política e comportamental) das que a consideram sistema técnico (clássica e contingencial). Em outra dimensão consideram o quanto há de determinismo do ambiente (contingencial e comportamental) ou de voluntarismo dos participantes (clássica e política).

Os autores, no entanto, alertam que esses paradigmas não são mutuamente exclusivos nem independentes, podendo ser combinados de diversas maneiras. Eles reconhecem que o

² Truque é a palavra usada na tradução brasileira de Nivaldo Montingelli Jr. para outro texto do autor, em parceria com outros (MINTZBERG; AHLSTRAND; LAMPEL, 2000). O original em inglês emprega o termo *Ploy* (MINTZBERG, 1987)

esquema de classificação em quatro paradigmas é uma simplificação do que verdadeiramente é encontrado nos estudos da área (DUFOUR; STEANE, 2006).

Apesar dessa diversidade de visões, uma conceituação formal de mudança estratégica se faz necessária. Nesse sentido recorre-se à proposta de Pettigrew (1987), para quem o processo de mudança seria composto pelas ações, reações e interações entre diversas partes interessadas que buscam levar a organização de um estado presente a um estado futuro. Para o mesmo autor o caráter estratégico dessa mudança estaria caracterizado por sua dimensão, ou sua capacidade de produzir efeitos de segunda ordem ou múltiplas consequências.

A abordagem proposta por Pettigrew (1987) sugere que toda mudança estratégica de conteúdo implicava em alterações ou ajustes no contexto e no processo que a envolvia. Em 2012, realizando uma revisão de seu artigo de 1987, o autor reitera a posição:

“O conteúdo de qualquer mudança estratégica é basicamente um produto de um processo de legitimação moldado por mudanças brutas no contexto externo da empresa e por considerações de ordem política e cultural dentro da empresa, embora muitas vezes expressos em termos racionais / analíticos (PETTIGREW, 2012, p. 10).”

No conceito de mudança estratégica proposto por Pettigrew (1987) existe referência a problemas que afetam toda a organização, mas não há uma busca por identificar esses problemas, até pelo foco processual do autor. Uma possível identificação desses problemas foi proposta por Miles e Snow (2003) que, em 1978, apresentaram um modelo a partir do qual acreditavam ser possível abordar a complexidade do processo adaptativo. Os autores atentaram para os efeitos que variáveis ambientais produziam sobre as empresas e avançaram propondo a maneira como essas empresas reagiriam, em diversas frentes, a esses efeitos. Os autores identificaram a existência de um ciclo adaptativo composto por três problemas: empresarial, de engenharia e administrativo. Segundo eles, alterações ambientais induziam mudanças em alguma dessas dimensões, o que exigia que a empresa se adaptasse modificando as outras.

O problema empresarial é composto pelo mercado em que a empresa irá atuar, e com os produtos oferecidos para esse mercado. Estudos que adotam a abordagem de Miles e Snow (2003) costumam abordar esse problema por meio de categorias como estreiteza ou amplitude do mercado, estabilidade ou mutabilidade do negócio, ênfase na concorrência ou no desenvolvimento do mercado, cautela no crescimento ou liderança no mercado (KABANOFF e BROWN, 2008), grau de inovação/estabilidade dos produtos, gasto com monitoramento e posicionamento no mercado, motivos de crescimento ou perda de mercado, imagem da

empresa quanto à inovação, qualidade e criatividade (DESARBO, BENEDETTO, *et al.*, 2005).

O problema de engenharia aborda os meios pelos quais a empresa produz os bens escolhidos. Para tratá-lo empiricamente já foram propostas, por exemplo, categorias como ênfase na minimização de custos, na produtividade, na eficiência na capacidade dos funcionários, na flexibilidade do processo e nas formas de proteção da empresa (KABANOFF e BROWN, 2008; DESARBO, BENEDETTO, *et al.*, 2005).

O problema administrativo diz respeito à estabilização das soluções encontradas por meio de uma institucionalização da gestão da empresa. Por sua vez, as categorias pelas quais estudos empíricos abordam o problema envolvem o departamento que prevalece nas decisões da empresa (financeiro, marketing, desenvolvimento), a estabilidade ou mobilidade dos cargos de chefia, o planejamento estruturado e centralizado ou experimental e descentralizado, a departamentalização adotada (KABANOFF e BROWN, 2008; DESARBO, BENEDETTO, *et al.*, 2005).

Neste estudo, optou-se por abordar aspectos da mudança relativos ao problema empresarial e ao problema administrativo. O problema empresarial foi tratado por meio das mudanças estratégicas de produtos e clientes. A opção por abordá-lo deveu-se à característica da amostra: as sociedades de capital aberto, em geral, são empresas relativamente consolidadas. Segundo Miles e Snow (2003), em empresas com essa característica, o ciclo adaptativo costuma ser ativado por meio do problema empresarial, uma vez que os demais já se encontram razoavelmente resolvidos. A composição da alta administração, por sua vez, vem sendo um dos temas mais abordados nos estudos de mudança estratégica devido à sua capacidade de induzir ou possibilitar outras mudanças. Neste estudo o problema administrativo foi representado pela mudança estratégica da composição do conselho de administração. Embora a abordagem comum seja tratar da mobilidade dos cargos de chefia (KABANOFF e BROWN, 2008; DESARBO, BENEDETTO, *et al.*, 2005), alguns estudos têm mostrado que a composição do conselho de administração é capaz de influenciar nos rumos estratégicos da organização (WESTPHAL e FREDRICKSON, 2001; HAYNES e HILLMAN, 2010; QUIGLEY e HAMBRICK, 2012).

Diante disso, propõe-se que estratégia seja considerada um padrão de comportamento da organização ao longo do tempo relativo a temas centrais como seus produtos e clientes e a composição do seu conselho de administração e que mudança estratégica seja definida como uma alteração desse padrão de um momento passado para um momento presente. Na

sequência busca-se caracterizar e identificar possíveis efeitos das mudanças estratégicas de produtos, clientes e conselho de administração.

2.2.1 Mudança estratégica do Conselho de administração

Um fator que vem sendo explorado como explicativo do desempenho da empresa é a composição da alta administração (CERTO; LESTER, *et al.*, 2006). O argumento que justifica essa relação recorre à existência de padrões de ação e reação apresentados por distintos tomadores de decisões estratégicas, que, por sua vez, afetariam o desempenho financeiro das organizações (HAMBRICK; CHO; CHEN, 1996).

Em geral, estudos empíricos tem confirmado a existência de uma relação entre a composição da alta administração e o desempenho financeiro. Em meta-análise desses estudos, Certo, Lester, *et al.* (2006) concluíram que altas administrações com mais membros e com mais diversidade apresentam melhores desempenhos, embora a o impacto seja modesto. Os autores especulam que variáveis estratégicas como pesquisa e desenvolvimento de novos produtos, diversificação e internacionalização possam ser mediadores dessa relação.

Existem, no entanto, indicações de que o efeito encontrado pelos estudos da alta administração mascaram o efeito do conselho de administração sobre as demais mudanças estratégicas que ocorrem na empresa, seja pela escolha do presidente da empresa, seja diretamente apontando alternativas estratégicas ou indiretamente, influenciando as ações de do corpo diretivo, especialmente o dirigente máximo (WESTPHAL; FREDRICKSON, 2001; HAYNES; HILLMAN, 2010; QUIGLEY; HAMBRICK, 2012)

Para as companhias de capital aberto brasileiras, Dutra e Saito (2002) realizaram estudo em que avaliaram a independência e a representatividade dos conselhos de 142 empresas. Os autores identificaram um amplo domínio de representação dos acionistas controladores o que, segundo eles, poderia prejudicar a função fiscalizadora do conselho.

Considerando a importância das funções desse conselho, Andrade, Salazar *et al.* (2009) também abordaram o mesmo objeto buscando identificar as consequências, em termos de desempenho financeiro, de diferentes composições verificadas. Os autores aplicaram regressões hierárquicas múltiplas a dados originários da CVM e concluíram que existe relação entre a composição dos conselhos de administração e o valor de mercado. Identificaram ainda a existência de relação entre o tamanho do conselho, a margem operacional (indicador de lucratividade) e o valor de mercado.

Por esses motivos, admite-se a possibilidade de que existam relações de determinação entre a mudança estratégica do conselho de administração e o desempenho, mesmo que eventualmente mediada por outras mudanças estratégicas.

2.2.2 Mudança estratégica de produto

A mudança estratégica de produto pode acontecer de duas formas: pela introdução de um novo produto que, progressivamente, aumenta sua participação nas vendas da empresa ou por uma variação na participação de cada produto já existente na carteira da empresa ao longo do tempo. No primeiro caso, têm-se uma inovação de produto, conforme definição amplamente aceita do Manual de Oslo (OCDE; EUROSTAT, 2012)³. Compreende-se, portanto, que a inovação de produto faz parte da mudança estratégica de produto.

Existem explicações lógicas que ligam maior rotatividade nos produtos comercializados pela empresa tanto a efeitos negativos sobre o desempenho financeiro, uma vez que aumentam o risco, quanto a efeitos positivos em função da prospecção que se realiza no mercado quando um novo produto é lançado (SORENSEN, 2000).

Do ponto de vista empírico, meta-análises de artigos que abordam a relação entre métricas que representam a inovação e outras que aferem o desempenho têm indicado a existência de uma relação significativamente positiva entre os dois fenômenos (CAPON, FARLEY e HOENIG, 1990; CALANTONE, HARMANCIOLU e DROGE, 2010). Entretanto, como a mudança estratégica de produtos não pode ser associada apenas a uma inovação de produto, cabe qualificar essa mudança por meio de conceitos mais abrangentes.

Um par de conceitos que liga a mudança estratégica ao desempenho diz respeito à escolha feita pelas organizações entre a busca de novas possibilidades (*exploration*) e o aprimoramento de competências conhecidas (*exploitation*). Segundo March (1991) essas duas atividades, embora essenciais, concorreriam pelos mesmos recursos devendo a organização optar por um nível de cada uma delas. Uma diferença entre as duas seria o maior risco inerente à *exploration*, bem como o maior atraso no retorno – uma medida de desempenho – dessa atividade. Isso, em um processo adaptativo, favoreceria a adoção da *exploitation*, pois um bom desempenho rapidamente alcançado representaria uma resposta positiva do ambiente, aprofundando a mudança. Por esses motivos, March (1991) tende a considerar necessária uma

³ “Uma inovação de produto é a introdução de um bem ou serviço novo ou significativamente melhorado no que concerne a suas características ou usos previstos. Incluem-se melhoramentos significativos em especificações técnicas, componentes e materiais, softwares incorporados, facilidade de uso ou outras características funcionais.” (OCDE; EUROSTAT, 2012, p. §156)

certa taxa de *exploitation* – inclusive no que diz respeito à rotatividade do pessoal – que permita a consolidação do aprendizado.

March (1991) abordou os conceitos de *exploration* e *exploitation* para tratar de aspectos referentes ao aprendizado organizacional. Greve (2007) aplicou essa distinção aos produtos da empresa. Esse autor, estudando a indústria naval japonesa, considerou que tanto a *exploration* quanto a *exploitation* podem estar associadas ao conceito de inovação. O autor encontrou um aumento tanto de uma quanto de outra atividades como resposta a desempenhos organizacionais ruins. Além disso acharam relações entre a folga financeira e a *exploitation* e identificaram a existência de rotinas que promovem mais a *exploration*.

Embora Greve (2007) tenha associado *exploration* e *exploitation* ao conceito de inovação, sendo uma mais incremental que outra, acredita-se que a *exploitation* poderia também representar a adaptação da receita advinda de cada produto a um novo contexto. A empresa pode simplesmente mudar o foco de sua produção de um produto para outro que já produzia, ou que esteja em um aprimoramento lento. Embora tenha sido uma inovação anteriormente, estes produtos podem estar em uma trajetória de aumentar sua participação nas vendas da empresa. Nesse sentido Miles e Snow (2003) justificam soluções incrementais para o problema empresarial em certos grupos de empresas⁴. Trata-se, de certa forma, da tendência encontrada por March (1991), de existência de uma predominância da *exploitation* sobre a *exploration*.

2.2.3 Mudança estratégica de clientes

O problema empreendedor, conforme caracterizado por Miles e Snow (2003), envolve a delimitação de quais clientes a empresa irá atender. Uma mudança desses clientes, conseqüentemente, pode ser caracterizada como uma mudança estratégica.

Para os clientes, assim como para os produtos, uma mudança pode representar a entrada de um novo cliente na carteira da empresa ou um reposicionamento de clientes com os quais ela já mantenha relações. Aqui, no entanto, em ambos os casos, essa mudança se assemelha à ideia de lealdade comportamental encontrada na literatura de *Marketing* (GEE; COATES; NICHOLSON, 2008).

⁴ Uma conseqüência conhecida da abordagem de Miles e Snow (2003) é que a empresa, confrontada com os problemas empresarial, de engenharia e administrativo, poderia se posicionar de quatro maneiras diferentes frente a eles, dando origem a quatro grupos estratégicos: as empresas defensoras buscariam a estabilidade, a manutenção dos mercados para seus mesmos produtos; as exploradoras, por outro lado, buscariam ativamente conquistar novos mercados e desenvolver novos produtos; as analistas teriam uma estratégia equilibrada enquanto as reativas apresentariam uma estratégia inconsistente e instável.

Embora existam diversas definições possíveis para o conceito de lealdade, elas geralmente têm em comum a ideia de que um percentual da despesa do comprador é destinado a uma marca ou empresa (GEE; COATES; NICHOLSON, 2008). No caso do presente estudo, a baixa mudança estratégica de clientes pode ser entendida como um tipo de lealdade comportamental, mas, nesse caso, vista pelo lado do fornecedor, uma vez que é um percentual da receita da organização que vem de determinado cliente.

Duas maneiras de se interpretar o relacionamento com os clientes vêm sendo usadas: a tradicional propõe que a empresa deveria conquistar mais clientes; o *marketing* de relacionamento, difundido a partir da década de 1980, a partir de uma crítica dessa ênfase, propôs a criação de meios para reter clientes desejados (RYALS; KNOX, 2005). Ryals & Knox (2005) relatam a existência atual de uma ampla aceitação de que deve existir uma relação ótima entre os investimentos na aquisição de novos clientes e na retenção dos já conquistados pela empresa. Por isso os autores buscam apresentar indicadores capazes de apontar, para a organização, o nível adequado de investimento em cada uma das estratégias de marketing.

Do ponto de vista empírico, quando a relação entre lealdade e desempenho foi testada, encontrou-se uma fraca relação entre os indicadores, o que poderia indicar a existência de algum tipo de mediador da relação (GEE; COATES; NICHOLSON, 2008; SANTOS; PORTO, 2012).

Os clientes das empresas, assim como a composição do conselho de administração e os produtos que com os quais opera, portanto, apresentam os efeitos difundidos pela organização que conferem a eles o caráter de temas estratégicos no que diz respeito à mudança (PETTIGREW, 1987). Além de compreender as consequências dessas mudanças para o desempenho financeiro, esta pesquisa se propõe a investigar alguns fatores que podem ocasioná-las.

2.3 *Antecedentes da mudança estratégica*

Estratégia empresarial foi definida, neste trabalho, como um padrão de comportamento da organização ao longo do tempo relativo a temas centrais como seus produtos e clientes e a composição do seu conselho de administração. Mudança estratégica, por sua vez, foi definida como uma alteração desse padrão de um momento passado para um momento presente. É

possível, no entanto, que existam fatores capazes de influenciar essas mudanças, tais como a história da própria organização, suas rotinas, seu desempenho em períodos anteriores e o contexto em que se encontra.

2.3.1 O desempenho passado como determinante da mudança estratégica

A explicação da relação entre as mudanças estratégicas adotadas pela organização e seu passado pode ser encontrada em teorias como as de Hannan e Freeman (1984), Nelson e Winter (2005), Quinn (1978), Cyert e March (1963), por exemplo. Em comum, essas propostas teóricas supõem a existência de relações entre o passado da empresa, que deu origem a regras ou rotinas de decisão, e a forma como essas decisões são tomadas no presente. Dada a importância dessas explicações, apresenta-se na sequência alguns aspectos relativos a cada uma delas.

Hannan e Freeman (1984), relataram existirem três teorias explicativas das mudanças organizacionais: 1) a teoria da adaptação racional que via as mudanças organizacionais como uma consequência de mudanças ambientais; 2) a da transformação randômica que propunha a mudança como um processo endógeno derivado do desejo dos líderes com base em sua interpretação do ambiente e 3) a teoria da ecologia populacional que acredita em uma seleção natural, pelo ambiente, de organizações mais adaptadas. Alinhados com a terceira visão, propuseram o conceito de inércia organizacional como uma variável explicativa das ações da organização. Convencidos da existência de uma forte tendência de organizações manterem, ao longo do tempo, suas estruturas e estratégias, os autores propuseram que o processo de seleção de organizações mais aptas tende a favorecer aquelas cujas estruturas são mais dificilmente mutáveis. Embora os autores reconheçam a possibilidade de uma organização mudar e se adaptar, sustentam uma visão essencialmente darwiniana da evolução organizacional.

Outra concepção evolucionista enfatiza mais o caráter adaptativo do processo evolucionário das organizações (NELSON; WINTER, 2005; QUINN, 1978). Quinn (1978) partiu de entrevistas com executivos de 10 das principais companhias americanas para descrever a maneira como as mudanças estratégicas ocorriam. O autor identificou uma estrutura de mudanças que surgiam e se efetivavam em subsistemas estratégicos da organização, a partir de necessidades advindas do ambiente. Observou também que as respostas a essas mudanças foram cuidadosamente acompanhadas pelos gestores ao longo do processo, guiando as decisões seguintes sem, no entanto, tornar nulo o planejamento formal.

Assim, mesmo refutando a ilusão de decisões estratégicas como um processo politicamente neutro, essa visão sustenta que, não obstante o constrangimento promovido pelo passado da companhia, existe um foco no futuro que orienta a ação das forças em negociação (IDENBURG, 1993).

Assim como Quinn (1978), Nelson e Winter (2005) também propõem a predominância da adaptação nas organizações. Depois de demonstrarem a inadequação da teoria econômica tradicional para compreender os fenômenos da inovação e do desenvolvimento tecnológico, os autores discutem como as firmas e os ramos se inter-relacionam com o mercado. Para tanto, desenvolvem um modelo que tenta prever ou explicar as mudanças da produção de determinada firma a partir de três efeitos: 1) um deslocamento ao longo das regras de decisão em que a firma tenta ajustar-se a novas condições de mercado por meio do uso das regras de decisão já consolidadas em sua cultura; 2) a busca de novas regras mais adequadas às novas condições e, 3) um efeito de seleção, pelo mercado, das firmas mais aptas do ramo. As visões evolucionistas tratam as mudanças nas organizações e em suas estratégias a partir de uma analogia com processos biológicos.

No que diz respeito à busca de novas regras de decisão, como apontado por Nelson e Winter (2005), é relevante considerar a proposta teórica apresentada por Cyert e March (1963). Esses autores se propuseram a analisar a maneira pela qual as decisões eram tomadas nas organizações considerando a lógica econômica que orienta suas ações, os objetivos dos indivíduos que a compõem e as informações disponíveis e analisáveis por meio das quais se formam suas expectativas.

Os autores argumentam que, diante desses elementos restritivos, a organização tende a apresentar quatro comportamentos que chamam de “conceitos relacionais”. São eles: “quasi-resolver” conflitos; evitar a incerteza; fazer pesquisas focadas em resolver problemas constatados e aprender por meio de uma contínua adaptação.

Esses quatro comportamentos preferenciais das organizações, segundo os autores, dão origem a um padrão de respostas modelável no curto prazo e a uma evolução incremental do padrão no longo prazo. Nesses aspectos a proposta é semelhante à de Nelson e Winter (2005). No entanto, Cyert e March (1963) apontam a retroalimentação dada pela consecução ou não dos objetivos definidos por consenso na organização como um elemento central para determinar as mudanças.

A partir de então, estudos começaram a tratar o desempenho não apenas como uma consequência das ações da organização, mas também como um fator explicativo delas. A

lógica dessa abordagem é que a organização, apresentando um desempenho ruim, tenderia a implementar mudanças no sentido de reverter a situação em um momento seguinte (KETCHEN JR.; PALMER, 1999).

Uma referência para essa abordagem foi a pesquisa de Ketchen Jr. e Palmer (1999), que avaliaram as mudanças dos serviços oferecidos por 39 empresas do setor hospitalar norte-americano ocorridas entre 1987 e 1990 por meio de questionário. Aplicando regressão múltipla entre esses dados e os de desempenho dessas empresas em 1986 e 1987, concluíram que as empresas com desempenhos inferiores implementaram mais mudanças estratégicas nos serviços oferecidos em períodos seguintes.

Outro estudo sobre a influência do desempenho em períodos anteriores sobre a mudança estratégica foi elaborado por Desai (2008), que estudou o impacto de desempenhos abaixo da expectativa nas decisões de risco das companhias proprietárias de estradas norte-americanas entre 1978 e 2003. Por meio de técnicas de regressão o autor concluiu que, embora mediada por fatores como a idade e a legitimidade da empresa, a tomada de risco é influenciada pelos seus desempenhos anteriores.

No mesmo sentido, Labianca, Fairbank, *et al.* (2009) abordaram, por meio de questionários, o planejamento de mudanças em 131 escolas de negócios no ano de 2004 em contraposição a suas expectativas de desempenho. Os autores constataram que em empresas que formam suas expectativas em comparação com o mercado, existe uma relação de piores desempenhos antecedendo maiores mudanças. Mas essa relação não foi constatada em empresas que formam suas expectativas com base em seu próprio esforço. Assim, os autores concluíram que a discrepância entre o desempenho almejado e o alcançado foi o fator explicativo das mudanças organizacionais nessas empresas.

Já Zajac, Kraatz e Bresser (2000), buscando identificar um modelo normativo de mudança estratégica a partir da análise de séries temporais de mais de 4000 instituições econômicas atuantes no mercado de hipotecas residenciais dos Estados Unidos, identificaram o retorno sobre o ativo como fator explicativo da mudança estratégica de produtos, encontrando relações negativas.

2.3.2 A estrutura do setor como determinante da mudança estratégica

Além de aspectos da história da empresa, as características do ambiente são citadas, no campo da estratégia, como fatores que influenciam sua formação (CYERT; MARCH, 1963; QUINN, 1978; MINTZBERG; AHLSTRAND; LAMPEL, 2000; MILES; SNOW, 2003;

CHANDLER, 1962). Entre esses fatores, muitas vezes, busca-se no setor em que a organização atua a explicação para as estratégias que adota (PORTER, 1986; PORTER, 1991; EMERY; TRIST, 1965).

A respeito da influência do ambiente na estratégia da empresa, teve destaque o estudo de Chandler (1962), que construiu e aplicou a quatro grandes empresas americanas de meados do século XX uma teoria baseada na ideia de que a estratégia da empresa (que ele entendia como um plano) determinava sua estrutura (entendida como as linhas e fluxos de informação e autoridade da organização). No entanto, ao se perguntar sobre o que poderia influenciar essa estratégia, o autor encontrou como resposta as mudanças ambientais, especialmente as necessidades e oportunidades surgidas da dinâmica demográfica do mercado, da variação da renda que circula na economia e de inovações tecnológicas.

Dentre as muitas características do ambiente, a teoria econômica chama atenção para o fato de a forma de concorrência encontrada em cada setor ser capaz de influenciar o comportamento da empresa, bem como seus próprios objetivos (SIMONSEN, 1979). A esse respeito, a teoria econômica desde suas origens destaca a existência de diferentes estruturas de mercado. Schumpeter (1961) sintetizou essas estruturas em quatro tipos: 1) a estrutura mais clássica é a concorrência perfeita, em que cada empresa não pode, individualmente, influenciar o preço dos bens que ela produz, o que a força a levar a produção ao limite em que a despesa decorrente de qualquer unidade adicional produzida é igual ao preço obtido por essa unidade adicional. Nesse tipo de mercado, segundo a perspectiva econômica clássica, a otimização do lucro empresarial implicaria, também, em uma otimização da utilização de todos os fatores produtivos. 2) uma estrutura que também foi observada pelos clássicos – que no entanto a consideraram uma exceção – foi a monopolista, em que determinada empresa tem um mercado inacessível a outros produtores e, conseqüentemente, uma demanda independente de suas ações. 3) outra estrutura de mercado é a concorrência monopolística, cujos pressupostos teóricos foram desenhados no período pós guerra. Essa estrutura diz respeito a empresas que, devido à diferenciação de seus produtos, procura criar e conservar um pequeno mercado próprio para seus produtos. 4) por fim existe a estrutura de oligopólio, em que um pequeno grupo de grandes empresas é capaz de interferir, individualmente ou em acordo entre elas, no preço praticado no mercado.

Emery e Trist (1965) usaram as diferenças de estruturas setoriais anteriormente definidas pela teoria econômica para caracterizar os ambientes que têm efeitos causais nas organizações. Esses autores, a partir de alguns exemplos, teorizaram sobre a existência de

quatro tipos de ambientes aos quais as organizações teriam de se adaptar: Os ambientes quietos e randômicos são típicos de mercados em concorrência perfeita, e neles as empresas escolheriam suas estratégias (que se confundiriam com as táticas) por tentativa e erro e poderiam ser estruturadas em pequenas unidades. Os ambientes quietos e com empresas agindo em grupo, característicos de mercados em concorrência monopolítica, levariam as empresas a crescer, a desenvolverem competências que as diferenciariam das demais, e a criarem estruturas grandes e mais departamentalizadas. Em ambientes agitados e reativos, normalmente encontrados em mercados oligopolistas, as empresas tentariam compreender e prever as ações dos concorrentes e agir considerando essas ações. Por fim, em ambientes turbulentos as organizações teriam comportamento imprevisível devido à incerteza intensa, originada não da concorrência, mas de outras características ambientais.

Outra abordagem que destacou a importância do setor para a formação da estratégia foi a de Porter (1986), para quem haveria forças externas pressionando as empresas. Essas forças atuariam em todas as empresas, afetando igualmente seu desempenho, a não ser por um motivo: as organizações lidariam diferentemente com elas. Assim, a estratégia seria um elemento mediador entre as forças ambientais e o desempenho de cada empresa. Entre essas forças ambientais o autor considera a estrutura do setor a principal, por afetarem as possibilidades de concorrência de cada empresa.

Assim, além do desempenho passado da empresa, a concentração do setor em que ela atua pode ser considerada um fator relevante para explicar sua estratégia e seu desempenho. Na próxima seção é formalizado um modelo que consolida essas perspectivas teóricas.

2.4 Modelo da pesquisa

Os argumentos teóricos apresentados podem ser sintetizados da seguinte maneira:

- A estratégia da empresa pode ser entendida como um padrão de ações por ela adotadas, relativas a aspectos que tenham efeitos difundidos pela organização, como os produtos transacionados pela empresa, os clientes por ela atendidos e sua alta administração, incluindo o conselho de administração;
- As mudanças estratégicas implicam em mudanças desses padrões, afetam posições da empresa ao longo do tempo;
- Essas mudanças estratégicas podem ter efeitos, entre outros aspectos, sobre o desempenho financeiro das empresas nas dimensões lucratividade, crescimento e valor de mercado;

- Por outro lado, o desempenho da empresa em períodos anteriores pode influenciar seu nível de mudanças estratégicas, na medida em que indica se as estratégias adotadas no passado tiveram as consequências esperadas;
- Aspectos ambientais, como a concentração do setor de atuação da empresa, também podem impulsionar ou refrear as mudanças estratégicas e o próprio desempenho.

Diante disso, propõem-se testar os seis modelos apresentados graficamente nas figuras 1 e 2. Para simplificar representação, a Figura 1 está incorporando três modelos distintos, que apresentam os fatores explicativos: 1) da lucratividade, 2) do crescimento e 3) do valor de mercado. Cada uma dessas variáveis dependentes foi testada individualmente, considerando como regressores as mudanças estratégicas de produtos, clientes e composição do conselho de administração e a concentração do setor.

Considerando que os efeitos de uma variável explicativa devem anteceder a resposta na variável dependente, optou-se por avaliar a relação no ano em que as duas observações são tomadas e com defasagens de um e dois anos.

No caso dos modelos apresentados na Figura 2 representam-se as dimensões do desempenho financeiro em tempos passados e a concentração do setor como fatores explicativos da mudança estratégica 4) de produtos, 5) de clientes e 6) de composição do Conselho de administração. Nesse caso, optou-se por tratar as variáveis representativas do desempenho financeiro apenas com as defasagens de um e dois anos porque, sendo os demonstrativos datados do dia 31 de dezembro, embora fosse possível o efeito ocorrer no mesmo ano, essa suposição poderia comprometer o caráter explicativo da pesquisa, que exige que a explicação anteceda o efeito.

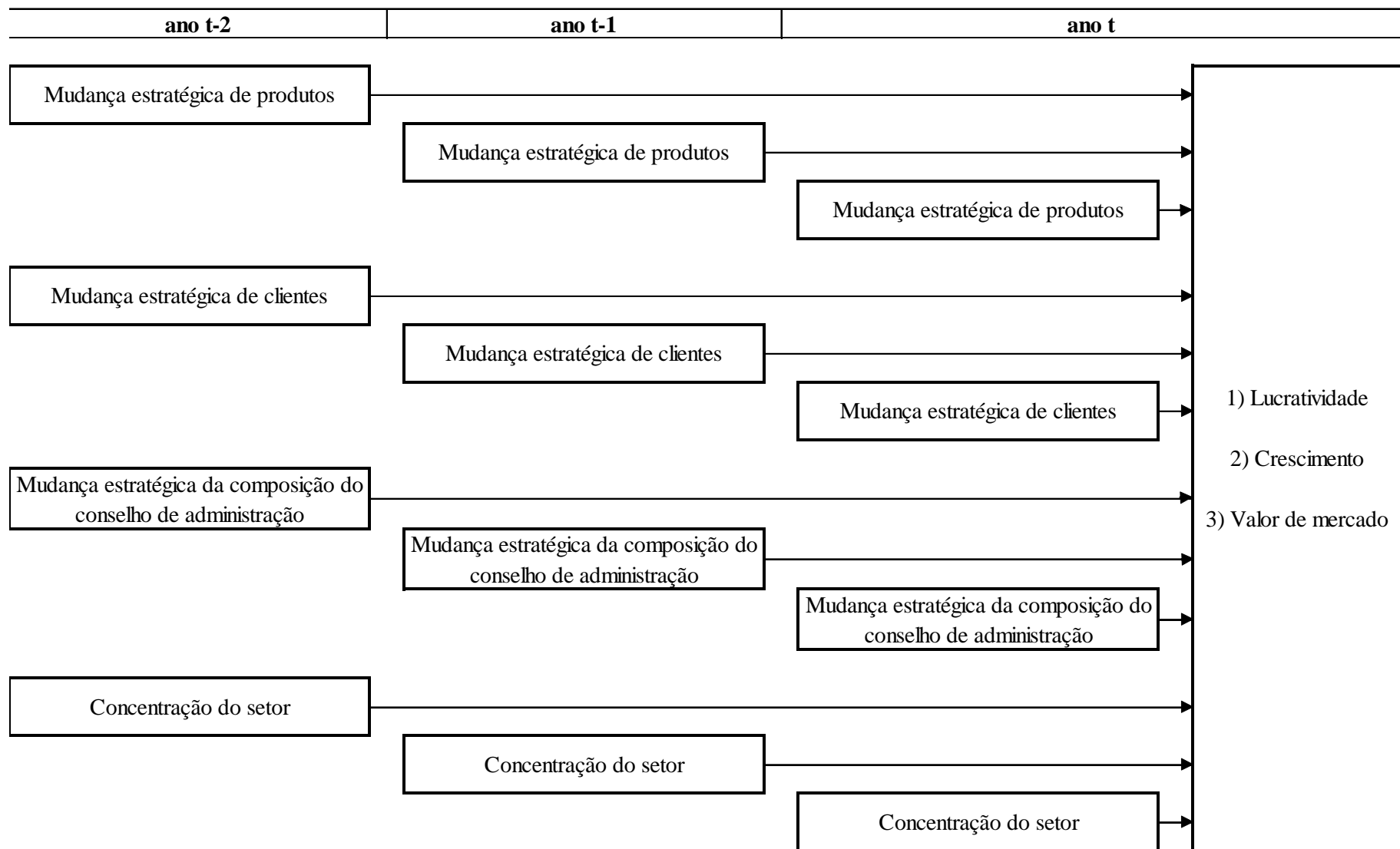


Figura 1 – Modelos explicativos do desempenho

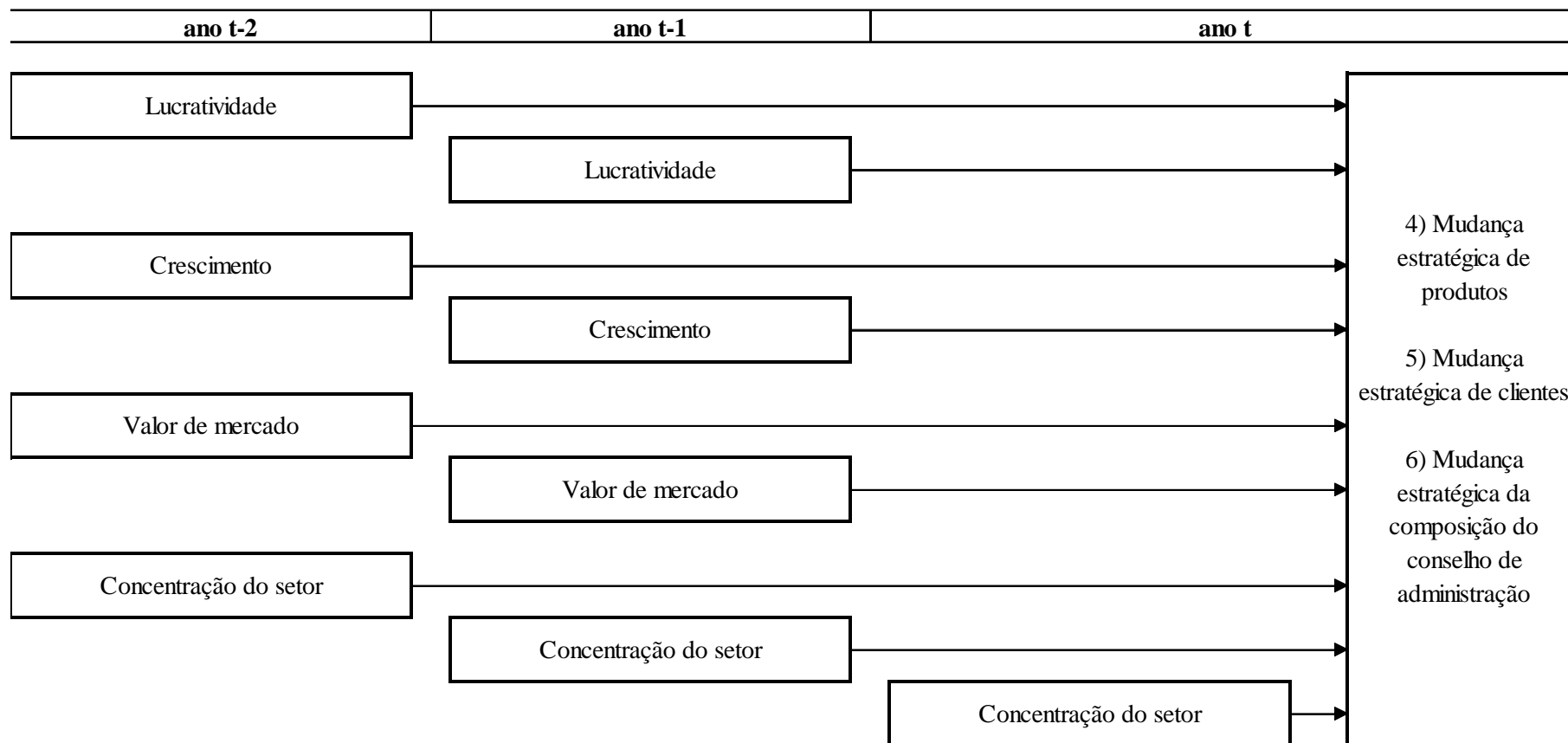


Figura 2 – Modelos explicativos da mudança estratégica

3 Método

O método adotado para testar os modelos apresentados nas figuras 1 e 2 consiste em verificar as relações existentes entre as variáveis representativas da concentração do setor, da mudança estratégica e do desempenho. Para tanto foram utilizadas equações de estimação generalizadas e controladas as especificidades da empresa e do tempo.

Esses controles são necessários em função de cada ano e cada empresa poderem apresentar características próprias, capazes de afetar os resultados obtidos para as outras variáveis. Assim, em cada um dos 6 modelos apresentados nas figuras 1 e 2, a empresa e o ano foram incluídos, juntamente com as variáveis explicativas apresentadas.

Para verificar, por comparação, os ajustes dos modelos 1 a 6 foram construídos outros 6 modelos – modelos base – em que se explicam as variáveis dependentes apenas com base no ano e na empresa. Assim, as análises dos ajustes foram baseadas na comparação entre cada um dos modelos apresentados nas figuras 1 e 2, acrescidos das variáveis de controle (tempo e empresa) e um respectivo modelo base.

As variáveis explicativas do desempenho são analisadas no mesmo ano da variável dependente e nos dois anos anteriores, como apresentado na figura 1. As que explicam a mudança estratégica (Figura 2) apenas nos dois anos anteriores, exceto a estrutura do setor que foi considerada nos três anos.

3.1 Fontes de dados e amostra

Os dados utilizados neste trabalho foram recolhidos junto a três fontes: o Sistema de Divulgação Externa ITR/DFP/IAN da Comissão de Valores Mobiliários, de onde foi extraída a maioria das informações (CVM, 2012), a base de dados Económica de onde se recuperou os dados referentes ao valor de mercado das empresas a cada ano e o site do IBGE (2012), de onde foram extraídas as informações referentes à estrutura do setor. Adicionalmente foram realizadas consultas aos sites do IBGE e da Receita Federal do Brasil para realizar a classificação das empresas por seção da Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE).

A Lei nº 6.404/1976 e suas alterações posteriores estabeleceram os controles a que deveriam se submeter as S.A. e distribuiu as competências para exercê-los (BRASIL, 1976). Grande parte desses controles ficou atribuída à CVM a quem caberia, ainda, a função de

normatizar a atuação dos participantes no mercado. Tendo em vista a competências legais da autarquia, e seu acesso à informação, pode-se tratar a CVM como uma fonte confiável de informação sobre as S.A. brasileiras.

Entretanto, os dados dessa fonte, especialmente os referentes a produtos e clientes, não são disponibilizados de maneira padronizada, o que tanto limitou a amostra quanto ao tamanho quanto inviabilizou sua característica aleatória. O universo das empresas com cadastro na CVM em 2011 (data de seleção da amostra) era composto por 2001 empresas. Dessas, 572 estavam operacionais. Como empresas do setor financeiro apresentam demonstrativos diferenciados das demais companhias, elas foram excluídas da amostra restando 209 empresas. Observadas apenas as empresas que estavam operacionais desde 1999 restaram 171 empresas. A partir de então baixou-se os demonstrativos das que apresentavam dados de produtos e clientes ao longo do período, contando. Como muitas empresas não preenchem adequadamente esses formulários, restaram 68 empresas.

O tamanho total da amostra foi de 662 observações (combinação ano e empresa por setor). Para cada ano da série houve em média 66,20 observações, com desvio padrão igual a 0,63. Para cada empresa foram contadas em média 9,74 observações, com desvio padrão de 1,11. Esse balanceamento dos dados indicado pelo desvio padrão modesto quando comparado à média, associado ao pequeno número de casos efetivamente utilizados em cada análise, indicou a adequação de se assumir uma matriz de covariância não estruturada.

Quanto à composição da amostra das empresas dentro do setor, houve de 10 a 66 casos analisados para cada divisão da CNAE. A Tabela 1 apresenta essa composição.

Tabela 1 - Distribuição da amostra por Divisão CNAE

Divisão CNAE	n	%
Agricultura, pecuária e serviços relacionados	10	1,51
Alojamento	10	1,51
Armazenamento e atividades auxiliares dos transportes	10	1,51
Captação, tratamento e distribuição de água	30	4,53
Comércio e reparação de veículos automotores e motocicletas	10	1,51
Confecção de artigos do vestuário e acessórios	10	1,51
Edição e edição integrada à impressão	20	3,02
Eletricidade, gás e outras utilidades	60	9,06
Fabricação de celulose, papel e produtos de papel	30	4,53
Fabricação de coque, de produtos derivados do petróleo e de biocombustíveis	20	3,02
Fabricação de equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos	20	3,02
Fabricação de máquinas e equipamentos	50	7,55
Fabricação de máquinas, aparelhos e materiais elétricos	10	1,51
Fabricação de produtos alimentícios	30	4,53
Fabricação de produtos de metal, exceto máquinas e equipamentos	30	4,53
Fabricação de produtos de minerais não-metálicos	30	4,53
Fabricação de produtos diversos	20	3,02
Fabricação de produtos químicos	57	8,61
Fabricação de produtos têxteis	40	6,04
Fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias	50	7,55
Metalurgia	66	9,97
Obras de infra-estrutura	10	1,51
Transporte terrestre	39	5,89
Total	662	100,00

Nota: n representa o tamanho da amostra e % a participação dessa divisão no total de casos

A amostra final variava para cada análise dos modelos testados. A amostra mínima foi na ordem de 57 observações (análise referente ao impacto da mudança estratégica e concentração do setor sobre o crescimento de vendas) e amostra máxima de 548 observações (análise referente ao impacto da concentração do setor e do desempenho anterior da empresa sobre a mudança estratégica de clientes). O teste do Poder amostral de regressão múltipla de 12 preditores com termos randômicos, foi na ordem de 83%, sendo suficiente para evitar o Erro Tipo 2, mesmo na menor amostra do estudo.

3.2 *Procedimentos de coleta e análise dos dados*

3.2.1 Procedimento de coleta

Os dados foram coletados pelo pesquisador nos meses de janeiro e fevereiro de 2012. Para tanto, foram baixados da página da CVM na internet os arquivos relativos às demonstrações financeiras padronizadas e às informações anuais de cada uma das empresas da amostra para cada ano. Em seguida, a partir desses arquivos, deu-se carga no Sistema de Divulgação Externa ITR/DFP/IAN também baixado do site da CVM. Com isso foi possível extrair as informações em arquivos de texto e daí montar um banco inicial em formato de planilha.

Em seguida foi necessária uma padronização das informações. No formato original a empresa declara livremente o nome do produto ou do cliente. Isso deu origem, por exemplo, a diferentes formas de grafar a mesma informação. Para padronizar as informações foram alteradas para corresponderem a informações equivalentes as divergências que indicaram evidente diferença de grafia ou erro ortográfico. Com essas exceções, qualquer informação de conteúdo diferente foi tratada como produtos ou clientes diferentes.

As informações sobre produtos apresentavam o nome de cada produto oferecido pela empresa e o percentual que cada um deles representava para a receita no ano⁵. As informações relativas aos clientes apresentam formato semelhante e as relativas à composição do conselho de administração informam o nome e o CPF de cada conselheiro.

Adicionalmente, o Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) de cada empresa foi consultado no site da Receita Federal do Brasil para identificar-se a CNAE da atividade principal de cada empresa. A partir dessa informação recorreu-se ao site do IBGE para obter os dados referentes à concentração do setor. Por fim, recolheu-se os dados referentes ao valor de mercado das empresas da amostra na base de dados Economática.

⁵ No Anexo I apresenta-se um exemplo dos dados relativos aos produtos de uma empresa da amostra para um ano, conforme o formato bruto disponibilizado pelo Sistema de Divulgação Externa ITR/DFP/IAN da CVM.

3.2.2 Variáveis

A Tabela 2 apresenta as variáveis que foram adotadas nos testes estatísticos desta pesquisa, bem como as dimensões que elas representam e os símbolos pelos quais serão abreviadas a partir desta seção.

Tabela 2 – Definição das variáveis

Variável	Denominação	Dimensão
ROA	Retorno sobre o ativo	Lucratividade
VEN	Crescimento das vendas	Crescimento empresarial
VAM	Valor de mercado	Valor de mercado
PRO	Índice de mudança estratégica de produtos	Mudança estratégica de produtos (problema empresarial)
CLI	Índice de mudança estratégica de clientes	Mudança estratégica de clientes (problema empresarial)
CAD	Índice de mudança estratégica da composição do conselho de administração	Mudança estratégica da composição do conselho de administração (problema administrativo)
CON	Índice de concentração do setor	Concentração do setor

Em todos os casos, as variáveis sofrem duas transformações para serem inseridas na análise. Primeiramente, dado que as empresas atuam em setores distintos, que podem apresentar comportamentos particulares para cada variável, optou-se por trabalhar com valores relativos do indicador frente à média do setor. Assim, cada valor foi dividido pelo valor médio de todas as empresas daquele setor, em todos os anos da amostra. Isso padroniza os parâmetros de todas as análises, permitindo comparação proporcional. Assim, se o valor de cada variável for igual a um significa que este valor está igual à média das empresas do setor. Se estiver abaixo de um , está menor que média das empresas do setor e acima de 1 maior do que a média do setor. Em seguida, dada a distribuição observada das variáveis, foi calculado o logaritmo de cada indicador, com o fim de deixá-las com distribuição normal. Dessa forma, os valores que eram igual a 1 (um) passam a ser 0 (zero – média do setor). Números positivos passam a ser acima da média e números negativos abaixo da média. Assim os indicadores, em suas versões finais, assumem as formas apresentadas nas equações 1, 3, 5, 7, 9, 11 e 13.

A lucratividade indica o retorno percentual obtido pelo capital investido na empresa. É representada pelo retorno sobre o ativo (ROA):

$$ROA_{e,t} = \ln \frac{ROAP_{e,t}}{ROAP \text{ médio do setor}} \quad (1)$$

Onde:

$$ROAP_{e,t} = \frac{\text{Lucro Líquido do Exercício}_{e,t}}{\text{Ativo Total}_{e,t}} \quad (2)$$

O crescimento das vendas (VEN) indica a variação do valor arrecadado pela empresa, e é medido pela razão entre as vendas da empresa no período e a as vendas no período anterior, descontado da razão a inflação no período (apurada pelo Índice Geral de Preços – Mercado – IGPM):

$$VEN_{e,t} = \ln \frac{VENP_{e,t}}{VENP \text{ médio do setor}} \quad (3)$$

Onde:

$$VENP_{e,t} = \left(\frac{\text{Receita bruta de vendas}_{e,t}}{\text{Receita bruta de vendas}_{e,t-1}} \times \text{deflator}_t \right)^{-1} \quad (4)$$

O Valor de mercado é apurado diretamente representa o valor total da empresa no mercado, ou seja o valor de cada ação multiplicado pelo número de ações. Esse indicador é calculado e disponibilizado em seu formato final pelo programa Economática:

$$VAM_{e,t} = \ln \frac{VAMP_{e,t}}{VAMP \text{ médio do setor}} \quad (5)$$

Onde:

$$VAMP_{e,t} = \text{Valor de mercado}_{e,t} \times \text{deflator}_t \quad (6)$$

A mudança na estratégia de produto indica o grau de mudança na participação de cada produto relevante ofertado pela empresa em sua receita. Para capturar essa variável é adotado o seguinte indicador:

$$PRO_{e,t} = \ln \frac{PROP_{e,t}}{PROP \text{ médio do setor}} \quad (7)$$

Onde:

$$PROP_{e,t} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (P_{i,e,t} - P_{i,e,t-1})^2} \quad (8)$$

$PRO_{e,t}$ = Índice de mudança estratégica de produtos da empresa e no ano t

i = cada produto destacado pela empresa como componente de sua receita no formulário de informações anuais da CVM;

n = número de produtos destacados pela empresa como componentes de sua receita no formulário de informações anuais da CVM;

$P_{i,e,t}$ = percentual de participação do produto i na composição da receita da empresa e no ano t

$P_{i,e,t-1}$ = percentual de participação do produto i na composição da receita da empresa e no ano imediatamente anterior a t

A mudança na estratégia de Cliente, de maneira similar, representa o grau de mudança na participação de cada cliente relevante da empresa na receita da mesma. Para capturar essa variável será adotado o seguinte indicador:

$$CLI_{e,t} = \ln \frac{CLIP_{e,t}}{CLIP \text{ médio do setor}} \quad (9)$$

Onde:

$$CLIP_{e,t} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (C_{i,e,t} - C_{i,e,t-1})^2} \quad (10)$$

$CLI_{e,t}$ = Índice de mudança estratégica dos clientes da empresa e no ano t

i = cada cliente destacado pela empresa como componente de sua receita no formulário de informações anuais da CVM;

n = número de clientes destacados pela empresa como componentes de sua receita no formulário de informações anuais da CVM;

$C_{i,e,t}$ = percentual de participação do cliente i na composição da receita da empresa e no ano t

$C_{i,e,t-1}$ = percentual de participação do cliente i na composição da receita da empresa e no ano imediatamente anterior a t .

Para CLI e PRO considera-se relevante o produto ou o cliente que conste individualmente identificado no formulário de informações anuais da empresa, sendo possível apurar sua participação.

A composição do Conselho de Administração é considerada, para este estudo, como um indicador da composição da alta administração. Embora nem todos os membros do conselho componham a diretoria da empresa, considera-se que compete ao conselho as decisões mais estratégicas da organização, o que o torna adequado o uso desse indicador, dado o escopo deste trabalho.

A renovação do conselho de administração segue a mesma lógica das duas variáveis anteriores. No entanto, por cada conselheiro poder ter apenas duas condições (participa ou não participa) a variável é calculada pela seguinte fórmula operacional:

$$CAD_{e,t} = \ln \frac{CADP_{e,t}}{CADP \text{ médio do setor}} \quad (11)$$

Onde:

$$CADP_{e,t} = 1 - \frac{|A_{e,t} \cap A_{e,t-1}|}{|A_{e,t}|} \quad (12)$$

$CAD_{e,t}$ = Índice de mudança do Conselho de Administração da empresa e no ano t

$A_{e,t}$ = Conjunto dos membros do conselho de administração da empresa e no ano t ;

$A_{e,t-1}$ = Conjunto dos membros do conselho de administração da empresa e no ano $t-1$;

\cap = Interseção de conjuntos;

$|A|$ = Cardinalidade (número de elementos) de um conjunto A .

A estrutura do setor é representada pela proporção de grandes empresas que atuam no setor. São consideradas grandes as empresas com mais de 500 funcionários. É apurado pelo indicador:

$$CON_{s,t} = \ln \frac{CONP_{s,t}}{ESTP \text{ médio do setor}} \quad (13)$$

Onde:

$$CONP_{s,t} = \frac{\text{número de grandes empresas no setor}}{\text{número de empresas no setor}} \quad (14)$$

Onde $CON_{s,t}$ indica a concentração do setor s no ano t e o setor é definido pela divisão da CNAE.

3.2.3 Procedimento de análise

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis. As métricas adotadas, com as transformações já apresentadas (situação em relação à média do setor e conversão em logaritmo), atenderam aos pressupostos da normalidade, multicolinearidade e homocedasticidade. Contudo, há correlação serial nas variáveis dependentes. Quanto à técnica adotada, inicialmente observa-se que a estrutura do banco de dados, em que há registro de informação para cada empresa em diversos anos, aponta para o uso de modelos de regressão com dados em painel. Esses modelos apresentam vantagens tanto do ponto de vista estatístico

– maior variabilidade, menos colinearidade, menos viés decorrente de agregação de indivíduos em grupos – quanto para a análise das informações – permitem estudar modelos mais complexos, detectam melhor o efeito das variáveis, é mais adequado ao estudo da dinâmica das mudanças (GUJARATI, 2006).

Tabela 3 - Estatísticas descritivas

Variável	n	Média	Desvio Padrão
PRO	482	-0,317	1,214
CLI	548	-0,401	1,178
CAD	372	0,309	0,723
CON	654	-0,918	1,419
ROA	460	0,698	1,305
VEN	395	-1,652	2,233
VAM	383	-2,593	2,331

Devido a correlação serial, analisou-se a matriz de correlação de trabalho. Ela não apresentou um padrão específico de correlação em cada análise. Dessa forma, optou-se pela matriz de correlação não-estruturada, a melhor quando não há um padrão específico. Para checar se realmente era a melhor, houve comparação do QIC (critério de quasi-verossimilhança sob o modelo de independência) entre o modelo com as variáveis, mantendo constante todos os parâmetros mas alterando apenas a matriz da estrutura de correlação de trabalho entre não estruturada, independente, autoregressivo, intercambiável e dependente de M, o QIC apresentou-se melhor para a não estruturada em todas as análises. Logo, todos os resultados relatados são baseados nessa matriz de correlação de trabalho.

Dentre os modelos estatísticos para dados em painel optou-se por adotar as Equações de Estimação Generalizadas. Essa técnica permite adotar distribuições da família exponencial na variável dependente e uma função diferenciável como ligação entre as variáveis dependentes e a independente como nos Modelos Lineares Generalizados. No entanto estende a análise dessa técnica para conjuntos de dados repetidos (diversos valores de cada variável para a mesma empresa, um em cada ano, ou para o mesmo ano, um de cada empresa), como os dados em painel. Uma vez que os dados escalares já haviam passado por transformação em logaritmos adotou-se um modelo de resposta linear. Tendo em vista o modelo teórico, foram realizados testes estatísticos com efeitos principais.

Esse aspecto temporal de considerar a variável explicativa não apenas no mesmo ano do seu efeito, mas também com defasagem, associado aos controles adotados e às relações de covariação entre as variáveis detectadas pela técnica estatística, permite que se façam

inferências de causalidade nas relações entre as variáveis independentes e dependentes, caracterizando o método como quase-experimental.

4 Resultados

4.1 Modelos de explicação dos fenômenos

Para verificar a adequação do uso das variáveis explicativas como preditoras das variáveis critério foi realizada uma comparação entre os modelos 1 a 6 e os respectivos modelos base. Como descrito na seção 3 os modelos base adotam como variáveis preditoras apenas o ano e a empresa enquanto os modelos 1 a 6 incluem, além dessas, as variáveis PRO, CLI, CAD e CON para explicar o desempenho ou ROA, VEN, VAM e CON como preditoras da mudança estratégica.

O indicador adotado para avaliar o ajuste dos modelos foi o critério de quasi-verossimilhança sob o modelo de independência corrigido (QICC), uma medida de ajuste que considera os pressupostos das equações de estimação generalizadas e permite identificar, em um grupo, o melhor modelo. É importante notar que, por esse critério, existe uma penalização sobre a inclusão de maior número de variáveis independentes no modelo. Tal aspecto leva a uma valorização de modelos mais parcimoniosos, que simplifiquem a explicação do fenômeno (AGRANONIK, 2009). A interpretação desse indicador deve ser feita considerando melhor ajustado o modelo que apresente menor valor de QICC. A Tabela 4 apresenta os resultados para o ajuste de cada modelo.

Tabela 4 - Comparação entre os modelos

Variável dependente	Modelo base		Modelos 1 a 6	
	n	QICC	n	QICC
1 ROA	460	485,2	59	84,9
2 VEN	395	707,9	57	117,7
3 VAM	383	259,3	64	79,3
4 PRO	482	9.019,2	85	148,2
5 CLI	548	6.677,0	95	126,3
6 CAD	372	250,7	57	89,3

Foram excluídos todos os casos em que não foi possível obter todas as variáveis investigadas. Por esse motivo, para todas as variáveis dependentes, registra-se um tamanho de amostra (n) mais restrito para o modelo de pesquisa, quando comparado ao Modelo base.

Observa-se na Tabela 4 que o modelo de pesquisa está mais bem ajustado para explicar as variáveis dependentes, o que é indicado pelo menor valor de QICC quando comparados ao do Modelo base (o QICC dos modelos 1 a 6 variam entre 1,6% e 35,6% dos

valores do QICC para os modelos base). Constatado o ajustamento do modelo proposto, partiu-se para a análise dos resultados das equações de estimação generalizada.

4.2 Variáveis explicativas do desempenho financeiro

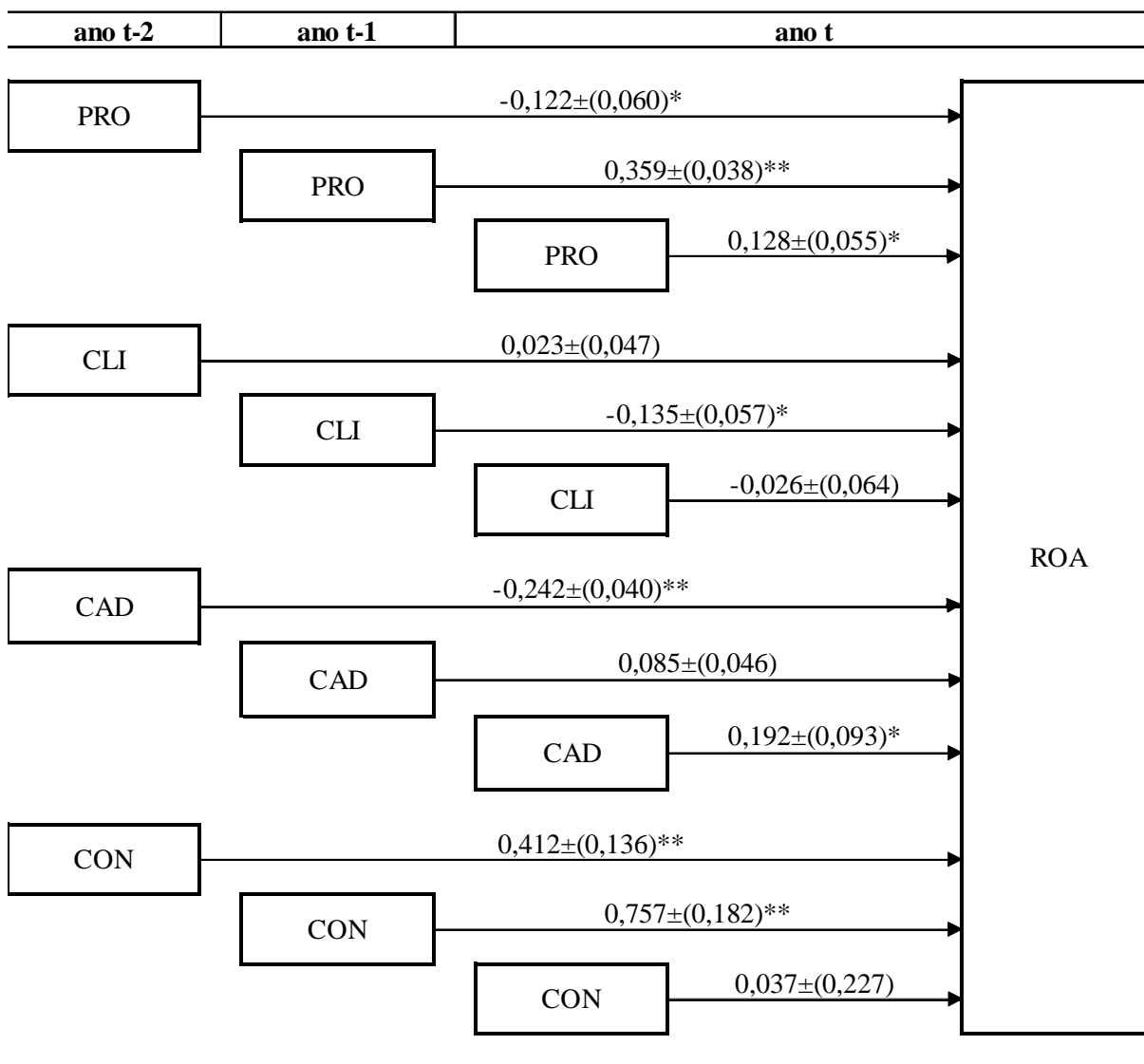
Seguindo o modelo teórico proposto, para as variáveis que representam o desempenho (ROA, VEN e VAM), foram testados como explicativas as variáveis indicadoras de mudança estratégica (PRO, CLI, CAD) e da concentração do setor (CON) no mesmo ano da variável dependente, no ano anterior e dois anos antes.

4.2.1 Retorno sobre o ativo (ROA)

A Figura 3 apresenta o estimador (B) e o erro padrão para o retorno sobre o ativo segundo o modelo 1. Note-se que o ajuste para esse modelo, quando comparado ao modelo base, melhorou de QICC=485,2 para QICC=84,9. Seguem os resultados.

Percebe-se, inicialmente, que a empresa que participou de um setor mais concentrado (representados por maiores valores de CON) apresentou maior lucratividade (maior ROA) do que a média das empresas de outros setores. Essa influência positiva do índice de concentração do setor no retorno sobre o ativo foi significativa considerando as defasagens $t-1$ (B=0,757) e $t-2$ (B=0,412). Em t a relação não foi significativa.

Também chamou atenção a influência do índice de mudança estratégica de produtos no retorno sobre o ativo. No mesmo ano em que foi implementada a mudança (t), ela teve um efeito positivo no retorno sobre o ativo (B=0,128). No ano $t-1$ verificou-se novamente esse efeito, e em maior magnitude (B=0,359). No ano $t-2$ o índice de mudança estratégica de produtos também influenciou o retorno sobre o ativo, no entanto, essa influência teve sinal negativo (B=-0,122) indicando que maiores mudanças estratégicas de produtos levaram a uma diminuição da lucratividade no ano $t-2$ o que, no entanto, pode ter sido compensado pelo aumento verificado nos dois anos anteriores.



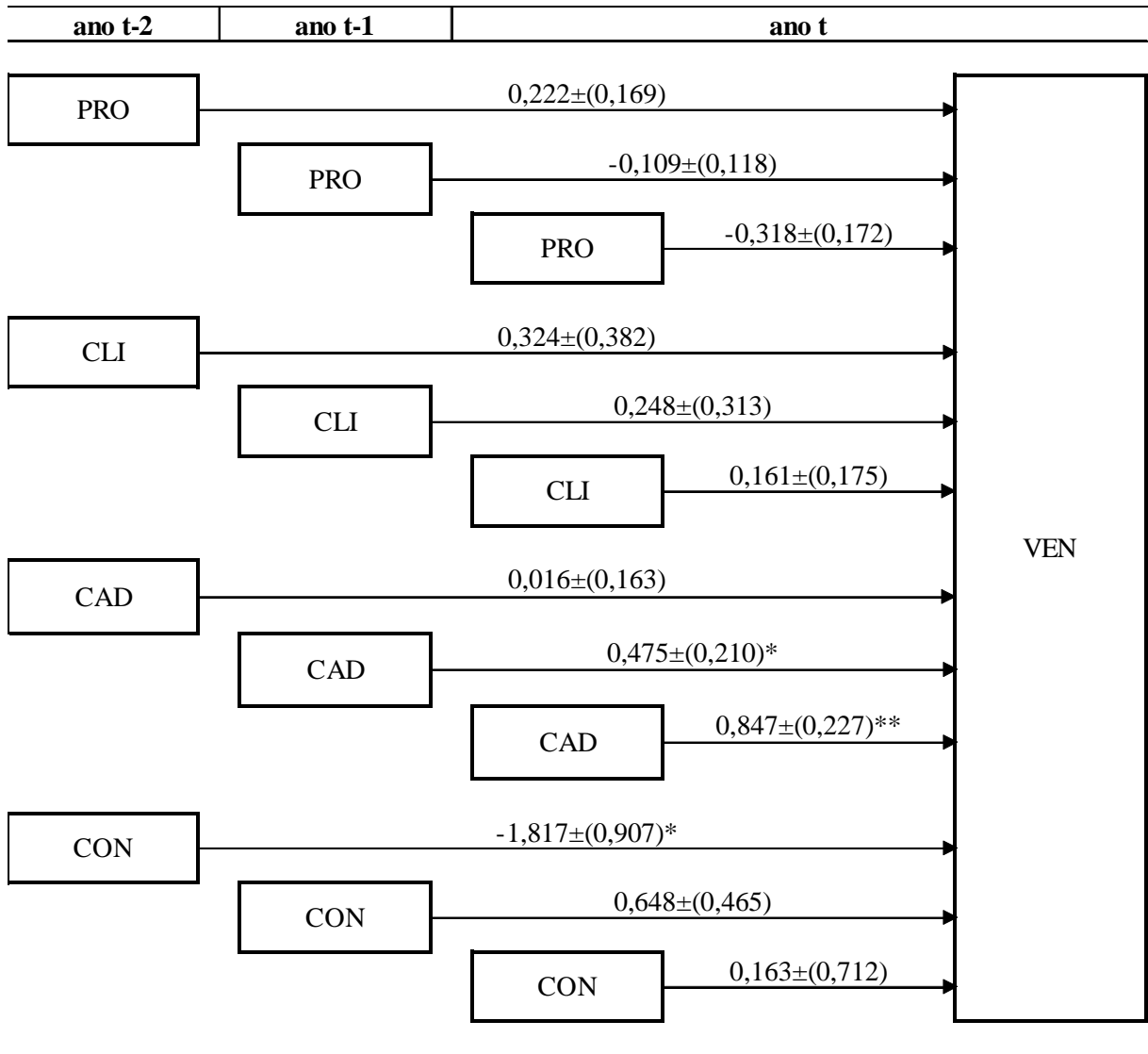
Nota: Os valores indicam B±(erro padrão); * p<0,05; ** p<0,01

Figura 3 – Resultados para o modelo explicativo do retorno sobre o ativo

O índice de mudança estratégica da composição do conselho de administração apresentou relações significativas sobre o indicador retorno sobre o ativo em duas ocasiões. Mudanças no conselho (CAD maiores) levaram a maiores indices de retorno sobre o ativo no mesmo ano (*t*) em que aconteceram (B=0,192). Considerando *t-1* a relação não foi significativa, mas o efeito de maiores mudanças, considerando a defasagem *t-2*, foi reduzir o retorno sobre o ativo (B=-0,242), contrabalanceando a resposta inicial.

4.2.2 Crescimento das vendas (VEN)

No caso do crescimento das vendas o ajuste do modelo melhorou de QICC=707,9 no modelo base para QICC=117,7 no modelo 2. A Figura 4 apresenta os resultados para essa variável.



Nota: Os valores indicam $B \pm (\text{erro padrão})$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$

Figura 4 - Resultados para o modelo explicativo do crescimento das vendas

Quanto mais concentrado o setor em um ano ($t-2$), menor foi o crescimento das vendas da empresa no segundo ano subsequente (t). O índice de concentração do setor com defasagem de dois anos foi a explicação mais forte ($B = -1,817$) para o crescimento das vendas na amostra pesquisada.

Por outro lado, maiores índices de mudanças estratégicas de composição do conselho de administração foram capazes de aumentar o crescimento das vendas. Esse efeito positivo foi constatado no próprio ano (t) em que ocorreu a mudança estratégica ($B=0,847$), bem como com defasagem de um ano ($B=0,475$).

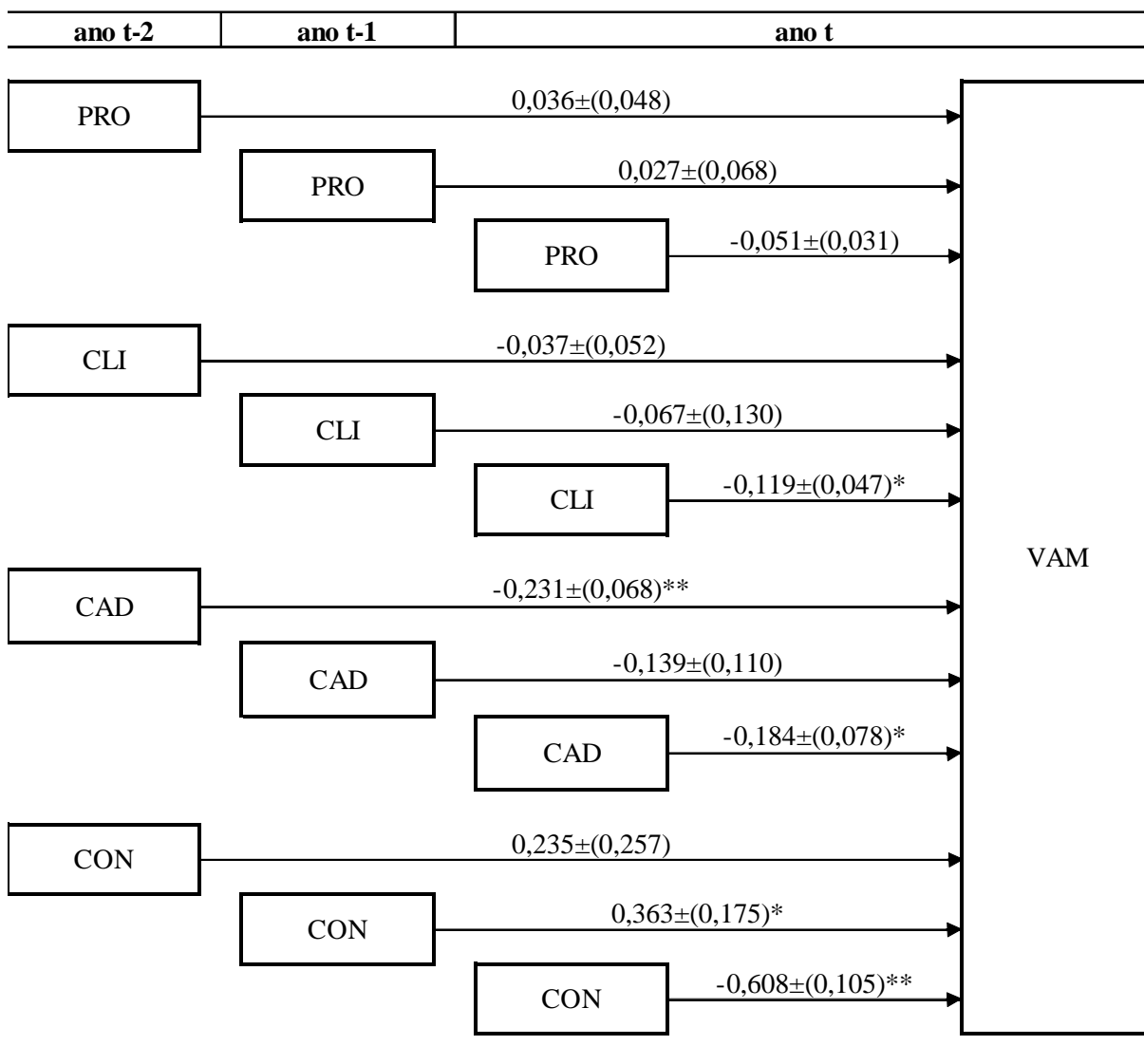
As variáveis índice de mudança estratégica de produtos (PRO) e índice de mudança estratégica de clientes (CLI) não se apresentaram como explicativas do crescimento das vendas para nenhum dos anos considerados.

4.2.3 Valor de mercado (VAM)

Para o valor de mercado, as variáveis propostas no modelo 3 foram capazes de melhorar o ajuste de $QICC=259,3$ para $QICC=79,3$. A Figura 5 apresenta as relações encontradas na amostra, capazes de explicar o valor de mercado.

Novamente, para a variável valor de mercado (VAM), a estrutura do setor apresentou as maiores magnitudes entre as dimensões que a explicaram significativamente. Um maior índice de concentração do setor em um determinado ano implicou em menores valores de mercado para as empresas que o compõem ($B=-0,608$). Esse resultado, no entanto, foi mitigado pelo crescimento no valor de mercado da empresa no ano seguinte ($B=0,363$), provocado por essa mesma concentração.

Mudanças estratégicas mais intensas na composição do conselho de administração e nos clientes, indicadas respectivamente por maiores valores de CAD e de CLI, diminuíram relativamente os valores de mercado (VAM) das empresas. Esse efeito foi constatado ao se analisar a relação de VAM com o índice de mudança estratégica da composição do conselho de administração com dois anos de defasagem ($B=-0,231$) e sem defasagem ($B=-0,184$), bem como com o índice mudança estratégica de clientes sem defasagem ($B=-0,119$).



Nota: Os valores indicam $B \pm (\text{erro padrão})$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$

Figura 5 - Resultados para o modelo explicativo do valor de mercado

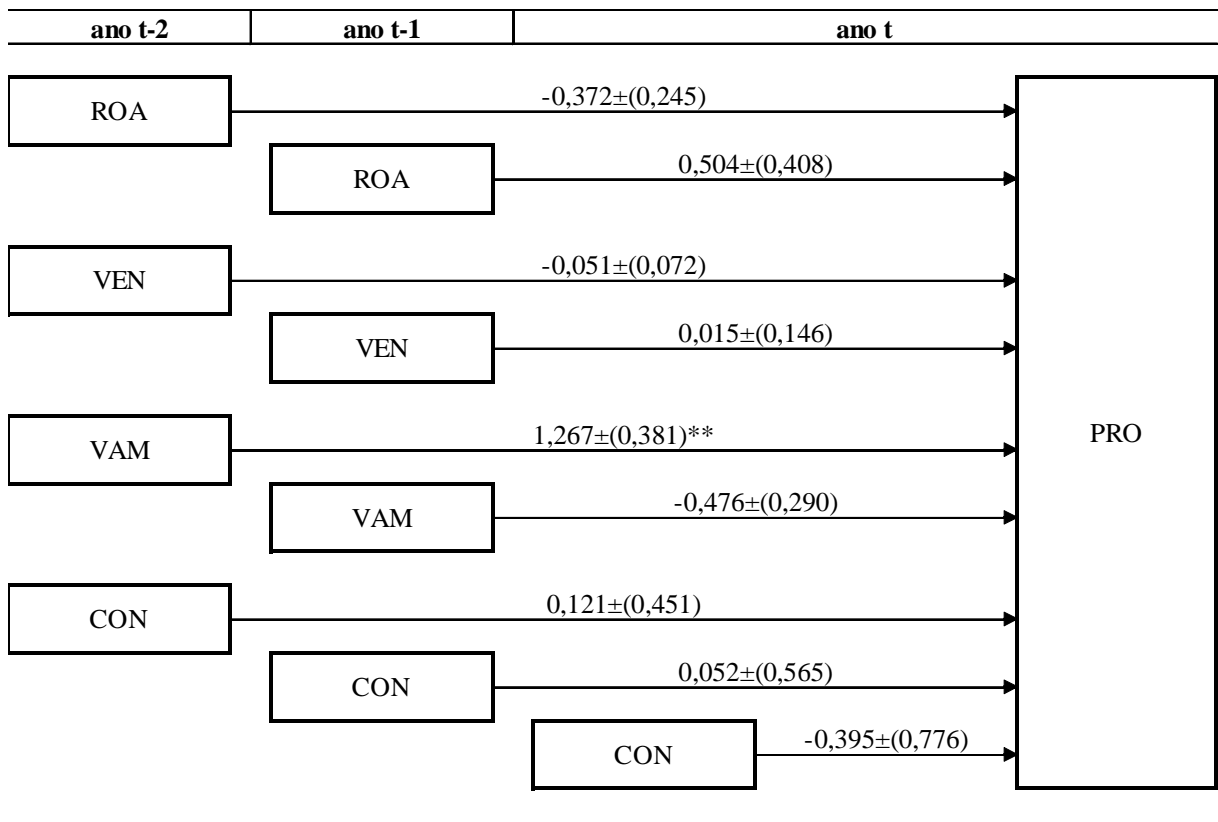
Adicionalmente cabe notar que índices maiores ou menores de mudanças estratégicas de produtos não exerceram qualquer influência significativa nos valores de mercado das empresas.

4.3 Variáveis explicativas da mudança estratégica

4.3.1 Índice de mudança estratégica de produtos

A explicação para o índice de mudança estratégica de produtos, que no modelo base apresentou $QICC=9.019,2$, no modelo 4 teve esse ajuste melhorado para $QICC=148,2$. A

Figura 6 apresenta os resultados para essa variável encontrados a partir das equações de estimação generalizadas para o modelo 4.



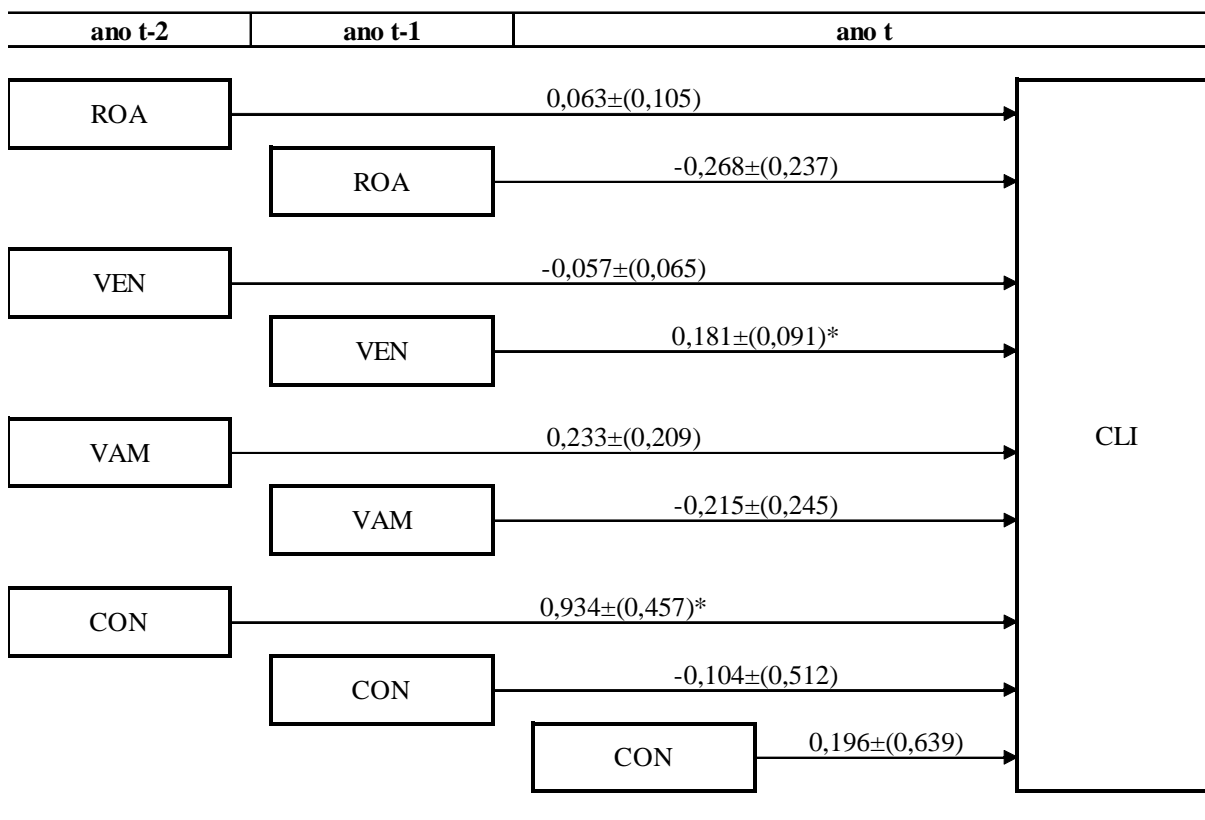
Nota: Os valores indicam B±(erro padrão); * p<0,05; ** p<0,01

Figura 6 - Resultados para o modelo explicativo do índice de mudança estratégica de produtos

Chama atenção na Figura 6 que apenas o valor de mercado (VAM) foi capaz de influenciar o índice de mudança estratégica de produtos (PRO), e somente com uma defasagem de dois anos. Essa relação se mostrou fortemente significativa ($p < 0,01$) e o sinal foi positivo, indicando que maior valor de mercado em $t-2$ explica a incidência de mais mudança estratégica de produtos (indicada por PRO) em t .

4.3.2 Índice de mudança estratégica de clientes

No caso da mudança estratégica de clientes, os resultados dos modelos apresentados na Tabela 4 indicam revelaram que, ao inserir, além da empresa e do ano, as dimensões apresentadas no modelo 5, o ajuste melhorou de QICC=6.677,0 para QICC=126,3. A Figura 7 apresenta os resultados das equações de estimação generalizadas para essa variável.



Nota: Os valores indicam B±(erro padrão); * p<0,05; ** p<0,01

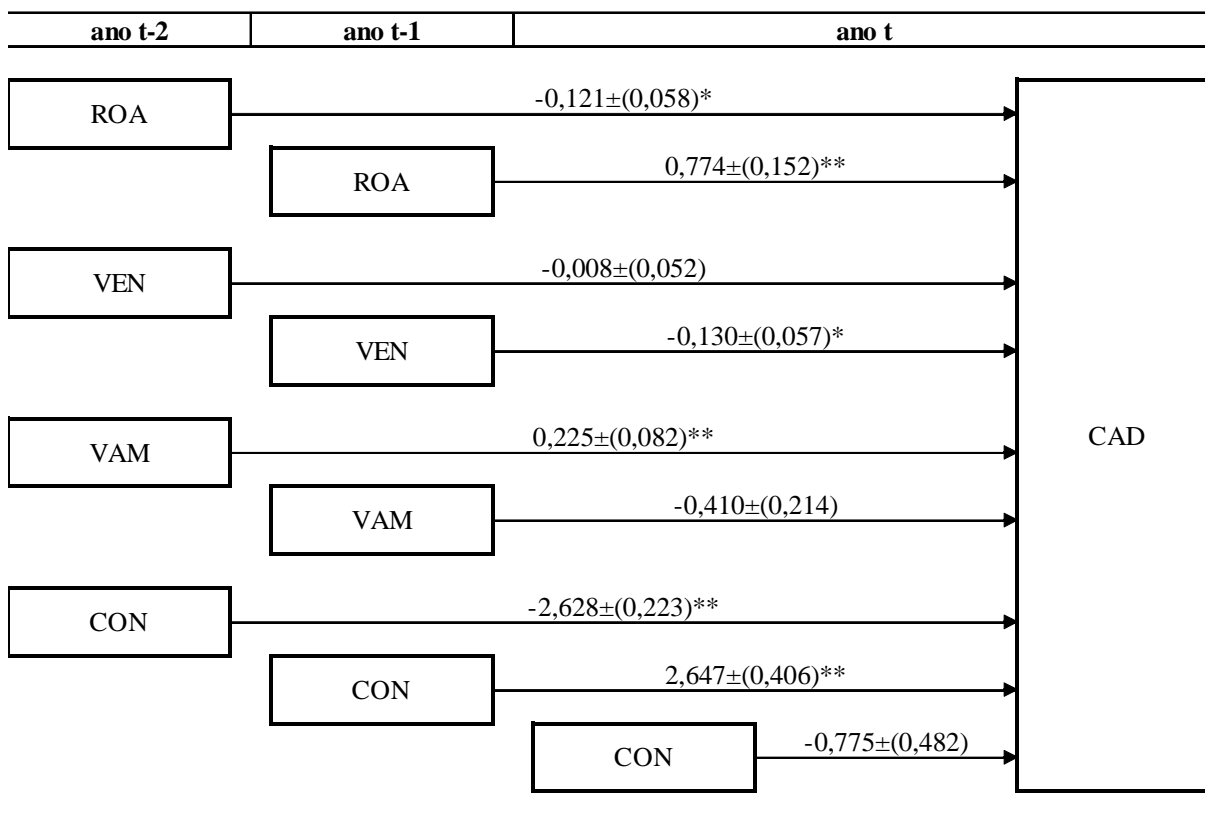
Figura 7 - Resultados para o modelo explicativo do índice de mudança estratégica de clientes

Por esses resultados sabe-se que, para a amostra, um setor com maior índice de concentração em um determinado ano teve como efeito uma maior índice de mudança estratégica de clientes dois anos depois (B=0,934). Além disso, desempenho positivo no que diz respeito ao crescimento das vendas implicou em um índice mais alto de mudanças estratégicas de clientes no ano imediatamente posterior.

Por outro lado, desempenhos melhores ou piores nas variáveis retorno sobre o ativo e valor de mercado, em *t-1* e *t-2*, não foram capazes de explicar significativamente os índices de mudanças estratégicas de clientes ocorridas no ano *t*.

4.3.3 Índice de mudança estratégica da composição do conselho de administração

Conforme relatado na Tabela 4, o ajuste do modelo explicativo do índice de mudança estratégica da composição do conselho de administração, que no modelo base foi QICC=250,7, no modelos 6 foi QICC=89,3. A Figura 8 apresenta os resultados do modelo de melhor ajuste inferidos a partir das equações de estimação generalizadas.



Nota: Os valores indicam B±(erro padrão); * p<0,05; ** p<0,01

Figura 8 - Resultados para o modelo explicativo do índice de mudança estratégica da composição do conselho de administração

A mudança estratégica do conselho de administração foi a dimensão da mudança que, tratada como variável dependente, teve maior número de variáveis explicativas significativas entre as pesquisadas. Todas as variáveis independentes se mostraram significativas, em pelo menos um dos anos, para explicar o índice de mudança estratégica do conselho de administração (CAD).

A maior magnitude de influência, mais uma vez, foi da concentração do setor. Maiores índices de concentração do setor em *t-1* implicaram em mais intensas mudanças estratégicas na composição do conselho de administração no ano *t* (B=2,647). No entanto esse efeito foi contrabalanceado pelo efeito com defasagem de dois anos (CON em *t-2* sobre CAD em *t*) por menores índices de mudança no conselho decorrentes da mesma concentração do setor registrada anteriormente (B=-2,628).

Em seguida, por ordem de magnitude, o índice de mudança estratégica da composição do conselho de administração foi influenciado pelo retorno sobre o ativo (ROA). Nesse caso maiores valores de ROA em *t-1* implicaram em mais mudanças estratégicas no conselho

(CAD) no ano seguinte ($B=0,774$). Com dois anos de defasagem ($t-2$), no entanto, o efeito teve o sinal contrário ($B=-121$). Note-se que, nesse caso, o efeito negativo é 6,4 vezes menor que o positivo.

Outros efeitos ainda foram encontrados: um maior valor de mercado registrado em $t-2$ foi capaz de explicar maiores mudanças estratégicas apresentadas pelas empresas da amostra no ano t ($B=0,225$) e, finalmente, maior crescimento das vendas em $t-1$ explicou menores mudanças estratégicas no conselho de administração no ano t ($B=-0,130$).

5 Discussão dos resultados

De modo geral, as análises indicaram que a concentração do setor foi o principal determinante tanto do desempenho quanto da mudança estratégica. Esse resultado parece convergir com a teoria microeconômica, que prevê que a concentração do setor, refletida na influencia que cada agente econômico pode exercer sobre o preço do bem, é capaz de influenciar os resultados ótimos para as empresas (SIMONSEN, 1979; SCHUMPETER, 1961). Simultaneamente, oferece um suporte empírico a autores que, como Chandler (1962) Emery e Trist (1965) e Porter (1986), preveem que a estratégia da empresa deve ser moldada a partir características do ambiente, especialmente do setor de atuação da empresa.

Note-se que, pelas características da amostra, existe uma tendência que as empresas que a compõem sejam concentradoras de mercado, beneficiando-se da estrutura mais concentrada do setor ao terem mais poder perante as forças competitivas (PORTER, 1986). Essa relação positiva entre a concentração do setor e o desempenho financeiro foi observada em três casos (sobre ROA em $t-1$ e em $t-2$ e sobre VAM em $t-1$), mas em dois houve uma relação negativa: do índice de concentração do setor em $t-2$ como variável explicativa do crescimento das vendas e do índice de concentração do setor em t como regressor do valor de mercado.

5.1 *Influência da mudança estratégica sobre o desempenho financeiro*

Quanto à mudança estratégica de produtos, maiores índices da variável que representa essa dimensão indicam maior alteração da importância de cada produto para a receita da empresa do ano anterior para o ano em questão. Sustentou-se, teoricamente, que a mudança estratégica de produto incorpora a inovação de produto, bem como outras formas de adaptação. A relação positiva entre inovação e lucratividade já foi evidenciada em alguns estudos (CAPON; FARLEY; HOENIG, 1990; CALANTONE; HARMANCIOGLU; DROGE, 2010).

Entretanto, ao analisarem a relação entre inovação, qualidade e as três dimensões do desempenho que consideramos neste trabalho, Cho e Pucik (2005) relataram, entre outros achados, que a relação entre inovação e lucratividade é mediada pela qualidade. Com base nesse argumento, Brito, Brito e Morganti (2009) em estudo realizado em S.A. brasileiras, restrito a empresas do setor químico, hipotetizaram que a não constatação de relação entre

inovação e lucratividade poderia estar associada à padronização do setor, que limita o fator mediador. Embora o presente estudo não aborde especificamente a inovação, pode dar indícios de que, de fato, expandindo o escopo setorial, a existência de alguma relação poderia ser verificada.

No entanto, no caso desta pesquisa, o efeito da mudança estratégica de produtos foi positivo sobre a lucratividade nos dois primeiros anos e negativo no terceiro. Esse comportamento não seria esperado caso o conceito explorado fosse apenas a inovação. Afinal, argumentos de Sorenson (2000) indicam que os maiores riscos são concentrados nos primeiros momentos da vida mercadológica do produto. Assim, se a mudança se tratasse unicamente de *exploration* (MARCH, 1991) era de se esperar um comportamento inverso do observado.

Nesse sentido, os resultados corroboram a predominância de um efeito de *exploitation* da mudança estratégica de produto, indicando que as mudanças ocorrem mais como uma necessidade de adaptação – de riscos menores e efeitos rápidos – que como inovações exploradoras. Essa perspectiva é coerente com a teoria que prevê uma predominância de adaptações de curto prazo, que reduzem os riscos corridos pela organização por meio da *exploitation*, implicando em melhores efeitos no desempenho (CYERT; MARCH, 1963; MARCH, 1991).

Com relação à determinação exercida pela mudança estratégica de produtos sobre o crescimento, os resultados dessa pesquisa não apontam para a existência de uma relação direta entre essas dimensões. Nesse sentido os resultados não corroboram, em uma primeira vista, os achados de Brito, Brito e Morganti (2009) e Cho e Pucik (2005). Tal divergência, no entanto, pode estar relacionada à diferença entre os conceitos de inovação e mudança estratégica, especificamente à predominância da *exploitation* a que foi feita referência nos parágrafos anteriores.

O impacto da mudança estratégica de clientes sobre o desempenho, neste estudo, mostrou-se limitado. Essa variável, conforme definida na equação 9, reflete a mudança na participação de cada cliente relevante na composição da receita da empresa. Um valor baixo para essa variável guarda proximidade com a ideia de lealdade no relacionamento entre a empresa e seus clientes.

No caso da amostra, que em grande parte compõe setores que vendem para outras empresas, não foi encontrada relação entre a mudança estratégica de clientes e o crescimento. Entretanto, considerando as demais dimensões do desempenho financeiro (lucratividade e

valor de mercado), nossos achados são coerentes com a literatura ao apontar poucas e fracas relações entre a mudança estratégica de clientes e as variáveis dependentes (GEE; COATES; NICHOLSON, 2008; SANTOS; PORTO, 2012). Cabe notar, ainda, que quando aparecem, tais relações tem sinal negativo, como previsto pela lógica argumentativa do Marketing de Relacionamento (GEE; COATES; NICHOLSON, 2008; RYALS; KNOX, 2005).

A mudança estratégica da composição do conselho de administração, representada pela variável CAD (equação 11), indica a mudança dos membros do conselho de administração de um ano para outro. Neste estudo, CAD mostrou-se uma variável explicativa das três dimensões do desempenho investigadas. E, nas três, houve influencia de CAD em dois dos três anos considerados. Esse resultado reforça e corrobora não apenas a relevância do problema administrativo (MILES; SNOW, 2003) para o desempenho da empresa, mas também os trabalhos que vem tratando especificamente da relação entre o a composição do conselho de administração, ou a mudança dela, e o desempenho (WESTPHAL; FREDRICKSON, 2001; HAYNES; HILLMAN, 2010; QUIGLEY; HAMBRICK, 2012; ANDRADE; SALAZAR, *et al.*, 2009).

O presente estudo mostrou que uma mudança nesse conselho influenciou positivamente o crescimento e, em um primeiro momento, a lucratividade. Por outro lado, teve efeito negativo no valor de mercado no ano em que ocorreu e dois anos depois, e também teve efeito negativo na lucratividade considerada a defasagem de dois anos. A relação entre a mudança estratégica da composição do conselho de administração e a lucratividade pareceu seguir a mesma tendência mostrada pela mudança estratégica de produtos. Assim como nessa última, pode ter havido certa predominância da *exploitation* no prazo mais curto, possibilitando aos novos membros incorporar a cultura organizacional (MARCH, 1991), com reflexos na lucratividade.

O efeito da mudança estratégica da composição do conselho de administração no crescimento foi positivo e se concentrou nos dois primeiros anos. Esse último fator aponta que o conselho, no caso da amostra, dispôs de instrumentos para conduzir o desempenho da empresa em um prazo mais rápido. Isso pode indicar que entre os instrumentos identificados pela literatura (WESTPHAL; FREDRICKSON, 2001; HAYNES; HILLMAN, 2010; QUIGLEY; HAMBRICK, 2012), prevaleceram mecanismos mais rápidos de efetivação do poder de atuação do conselho. Assim, a determinação de diretrizes para a atuação da administração ou a o efeito de constrangimento sobre o presidente em exercício podem ter

sobrepujado o exercício do poder pela escolha do novo presidente que, intui-se, demoraria mais para produzir uma mudança estratégica.

O valor de mercado foi influenciado negativamente pelas mudanças estratégicas de composição do conselho de administração. O sinal negativo dessa relação pode ser associado ao efeito de aversão do investidor ao risco, recorrente na literatura (GITMAN, 2004). Note-se que essa relação não foi constatada para a mudança estratégica de produtos, indicando que, possivelmente, tal mudança não foi percebida como um risco pelo investidor.

5.2 *Influência do desempenho financeiro sobre a mudança estratégica*

Por outro lado, ainda sob uma perspectiva geral, a argumentação teórica de Cyert e March (1963), que vem sendo usada para explicar a relação entre o desempenho financeiro em períodos anteriores e as escolhas, ações e mudanças estratégicas da empresa, não foi integralmente corroborada. A tendência de estudos empíricos sobre o tema tem sido confirmar a existência de um maior nível de mudanças após períodos de desempenho aquém do pretendido (KETCHEN JR.; PALMER, 1999; DESAI, 2008; ZAJAC; KRAATZ; BRESSER, 2000; GREVE, 2007). Alguns estudos, no entanto, ao adicionarem variáveis à análise, encontram esse efeito apenas em certos grupos de empresas, como as maiores entre as companhias abertas (BLOODGOOD, 2006) ou as organizações que formaram suas expectativas a partir de uma comparação com o mercado (LABIANCA; FAIRBANK, *et al.*, 2009).

Passando a analisar os resultados para relações específicas, chama atenção a pouca quantidade de relações significativas encontradas entre o desempenho pretérito e as mudanças estratégicas de produtos e de clientes. Esse fato indica que, pelo menos para essas dimensões, prevalece uma tendência inercial da estratégia (HANNAN; FREEMAN, 1984) uma vez que desempenhos ruins tiveram poucas vezes o poder de provocar mudanças estratégicas nas organizações. Note-se que, quando essas relações apareceram, foram positivas, indicando que foram alguns bons desempenhos que foram capazes de provocar mudanças, o que vai de encontro à proposta de Cyert e March (1963).

Por outro lado, a mudança estratégica da composição do conselho de administração foi a variável indicadora de mudança sensível a maior quantidade de variáveis do desempenho pretérito (respondeu a quatro indicadores). Isso pode representar uma tendência de se responsabilizar o conselho por desempenhos inferiores obtidos pela empresa em anos pretéritos.

Outra possível abordagem é considerar as mudanças estratégicas como políticas deliberadas das empresas. Essa perspectiva levaria a uma adaptação da proposta de Cyert e March (1963) no sentido de afirmar que níveis de mudança estratégica que provocassem desempenhos ruins levariam a mudanças futuras nesses níveis. Assim seria possível analisar a questão a partir das seguintes relações:

- A mudança estratégica de produtos impactou na lucratividade em todos os anos (negativamente em t-2 e positivamente nos demais), mas não houve relações entre a lucratividade em períodos pretéritos e a mudança estratégica de produtos.
- A mudança estratégica da composição do conselho de administração impactou positivamente no crescimento em dois anos (t e t-1) enquanto o crescimento em períodos passados só impactou na mudança estratégica da composição do conselho de administração em um (t-1), e negativamente.
- A mudança estratégica da composição do conselho de administração impactou negativamente o valor de mercado em dois anos (t e t-2) enquanto o valor de mercado anterior só impactou a mudança estratégica da composição do conselho de administração em um ano (t-2), e negativamente.
- A mudança estratégica da composição do conselho de administração impactou a lucratividade positivamente em um ano (t) e negativamente em outro (t-2). Guardando alguma simetria, a lucratividade pretérita impactou a mudança estratégica da composição do conselho de administração positivamente em um (t-1) e negativamente em outro (t-2).

A partir dessas comparações é possível inferir que, também na relação analisada, não houve retroalimentação informando aos tomadores de decisão que determinado nível de mudança estratégica teria impactos no resultado ou, pelo menos, ela não pôde explicar as decisões futuras das empresas.

Quanto à capacidade explicativa da lucratividade, os resultados desta pesquisa corroboraram as expectativas de Cyert e March (1963), apenas para dois casos da mudança estratégica da composição do conselho de administração: lucratividade em t-2 e crescimento em t-1. Esse resultado é curioso, sobretudo, quando analisado à luz do ciclo adaptativo, pois considerando que se trata de uma amostra formada por companhias de capital aberto – presumivelmente empresas já estabelecidas no mercado – a adaptação deveria começar

exatamente pelas duas outras dimensões, que compõem o problema empresarial (MILES; SNOW, 2003).

O crescimento do ano anterior teve efeito positivo na mudança estratégica de clientes e negativo na mudança estratégica da composição do conselho de administração. Esse resultado pode estar associado à lógica que o crescimento reflete uma apropriação do valor econômico feita pelo cliente, e não pela empresa (BRITO; BRITO; MORGANTI, 2009). Assim, é plausível que a empresa em crescimento conquiste novos clientes que estão se beneficiando de algum atributo dos produtos oferecidos. Por outro lado, o efeito negativo sobre a mudança estratégica da composição do conselho de administração vai ao encontro da teórica comportamental da firma, pois, apesar de sua especificidade, o crescimento, como indicador de desempenho, representa um objetivo da organização (LEBAS, 1995).

O valor de mercado pretérito (t-2) foi capaz de influenciar a mudança estratégica de produtos e a mudança estratégica da composição do conselho de administração. Ambas as relações foram positivas (melhor valor de mercado implicou em maior mudança estratégica), mas a resposta da mudança estratégica de produtos foi mais forte. Essa, a propósito, foi a única variável testada capaz de explicar a mudança estratégica de produtos. Considerando que o valor de mercado é uma variável que, em geral, reagiu negativamente às mudanças esse fato pode indicar uma propensão em aproveitar a oportunidade para promover as mudanças estratégicas. Nessa perspectiva, sabendo do efeito negativo da mudança estratégica para o valor de mercado, a empresa escolheria períodos em que a avaliação pelo mercado estaria mais favorável para promover as mudanças de produtos e de conselho de administração. Chama a atenção que o prazo para uma mudança estratégica mais profunda, principalmente no caso dos produtos, pode ser mais expandido que para uma simples mudança adaptativa. Nesse caso, pode-se conjecturar que a relação entre a indicação positiva do mercado e a mudança estratégica de produto defasada em dois anos pode estar relacionada a um encorajamento à inovação associada ao conceito de *exploration* (GREVE, 2007).

6 Conclusão

O objetivo desta dissertação foi analisar os efeitos das mudanças estratégicas do conselho de administração, dos clientes e dos produtos sobre a lucratividade, o crescimento e o valor de mercado em uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto de diferentes estruturas setoriais. De modo geral os resultados apontam para a existência de algumas relações entre essas dimensões da mudança estratégica e do desempenho. No entanto, tais relações apresentaram diferentes prazos, dimensões e efeitos das influências exercidas.

Chamou atenção a influência exercida pela concentração do setor sobre o desempenho, em todas as suas dimensões. Também se destacaram a mudança estratégica de produtos só ter impactado a lucratividade, a influência negativa que as mudanças estratégicas de clientes e do conselho de administração exercem no valor de mercado e a pouca influência exercida pelas mudanças estratégicas de clientes na explicação do desempenho.

Como determinantes da mudança estratégica, viu-se que a concentração do setor também é o principal fator. A mudança estratégica da composição do conselho de administração foi a dimensão mais sensível tanto em relação a concentração do setor quanto ao desempenho pretérito.

Tais resultados foram possíveis de serem alcançados devido à metodologia adotada. A estrutura de dados em painel permitiu que diversas empresas servissem simultaneamente de amostra, aumentando a representatividade das análises (GUJARATI, 2006). Permitiu, ainda, que se investigasse o fenômeno ao longo do tempo, condição fundamental para o estudo das ações e das mudanças (PETTIGREW, 2012; HUTZSCHENREUTER; ISRAEL, 2009). A técnica estatística das Equações de estimação generalizada conferiu robustez à análise dos dados.

Apesar da riqueza de informações, a não obrigatoriedade de preenchimento adequado do formulário de produtos e mercados das informações anuais da CVM impossibilitou que se conseguisse um tamanho de amostra maior. Esse fato foi agravado por se ter optado por investigar três anos de impacto das variáveis independentes nas dependentes. Além disso, a não aleatoriedade da amostra impossibilita a generalização dos resultados.

Não foram testadas situações em que há interações entre as variáveis. De acordo com o referencial teórico, algumas relações de mediação e interação aparecem como possíveis explicações para os casos em que se encontra uma relação fraca entre variáveis estratégicas e desempenho.

A abordagem do construto mudança estratégica adotada neste estudo foi inovadora. Dessa maneira, a comparação com outros estudos teve de ser feita com abordagens semelhantes, mas não idênticas. Embora os resultados sejam sugestivos e indiquem congruência com estudos sobre inovação, *exploration/exploitation* ou lealdade não se pode fazer uma comparação estrita dos resultados.

As limitações encontradas podem ser atacadas em futuros estudos que acompanhem longitudinalmente o desempenho de diversas empresas, melhorando, no entanto, as características da amostra. Uma pesquisa com dados primários poderia acrescentar formas mais tradicionais de abordar os temas tratados, possibilitando confrontações estritas com outras pesquisas. Por fim, sugere-se a adoção de interações entre as mudanças estratégicas tratadas e entre elas e o contexto com o objetivo de melhor investigar o fenômeno da mediação.

Referências

- AGRANONIK, M. **Equações de estimação generalizadas (GEE): aplicação em estudo sobre mortalidade neonatal em gemelares de Porto Alegre, RS (1995-2007)**. UFRGS. Porto Alegre, p. 110. 2009. Dissertação de Mestrado.
- ANDRADE, L. P. D. et al. Governança Corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras. **RAM - Revista de Administração Mackenzie**, 10, n. 4, 2009. 4-31.
- ARAÚJO, A. M. P. D.; ASSAF NETO, A. A Contabilidade tradicional e a Contabilidade baseada em valor. **Revista Contabilidade & Finanças**, 33, 2003. 16-32.
- AULETE, F. J. C.; VALENTE, A. L. D. S. **Aulete**: dicionário digital. [S.l.]: [s.n.], 2011.
- BLOODGOOD, J. M. The influence of organizational size and change in financial performance on the extent of organizational change. **Strategic Change**, 15, 2006. 241–252.
- BM&FBOVESPA. BM&FBOVESPA: a nova bolsa, 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 11 abr 2012.
- BRASIL. Lei n 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Legislação**, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 29 jan 2012.
- BRITO, E. P. Z.; BRITO, L. A. L.; MORGANTI, F. Inovação e o desempenho empresarial: lucro ou crescimento? **RAE Eletrônica**, 8, n. 1, 2009.
- CALANTONE, R. J.; HARMANCIOGLU, N.; DROGE, C. Inconclusive innovation “returns”: a meta-analysis of research on innovation in new product development. **Journal of Product Innovation Management**, 27, 2010. 1065–1081.
- CAPON, N.; FARLEY, J. U.; HOENIG, S. Determinants of Financial Performance: A Meta-Analysis. **Management Science**, 36, n. 10, 1990. 1143-1159.
- CERTO, S. T. et al. Top Management Teams, Strategy and Financial Performance: A Meta-Analytic Examination. **Journal of Management Studies**, 43, n. 4, 2006. 813-839.
- CHANDLER, A. D. **Strategy and structure**: chapters in the history of the american industrial enterprise. Chicago: Massachusetts Institute of Technology, 1962.

- CHO, H.-J.; PUCIK, V. Relationship between innovativeness, quality, growth, profitability, and market value. **Strategic Management Journal**, 26, 2005. 555–575.
- CVM. **Comissão de Valores Mobiliários**, 2012. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/indexpo.asp>>. Acesso em: 26 mar 2012.
- CYERT, R. M.; MARCH, J. G. **A behavioral theory of the firm**. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1963.
- CYERT, R. M.; MARCH, J. G. **A behavioral theory of the firm**. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1963.
- DESAI, V. M. Constrained growth: how experience, legitimacy, and age influence risk taking in organizations. **Organization Science**, 19, n. 4, 2008. 594–608.
- DESARBO, W. S. et al. Revisiting the miles and snow strategic framework: uncovering interrelationships between strategic types, capabilities, environmental uncertainty, and firm performance. **Strategic Management Journal**, 26, 2005. 47–74.
- DUFOUR, Y.; STEANE, P. Competitive paradigms on strategic change: mapping the field and further research development. **Strategic Change**, 15, 2006. 129–144.
- DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de Administração: Análise de sua Composição em um Conjunto de Companhias Abertas Brasileiras. **RAC - Revista de Administração Contemporânea**, 6, n. 2, 2002.
- EMERY, F. E.; TRIST, E. L. The Causal Texture of Organizational Environments. **Human Relations**, 18, n. 21, 1965. 21-32.
- FURRER, O.; THOMAS, H.; GOUSSEVSKAIA, A. The structure and evolution of the strategic management field: A content analysis of 26 years of strategic management research. **International Journal of Management Reviews**, 10, n. 1, 2008. 1-23.
- GEE, R.; COATES, G.; NICHOLSON, M. Understanding and profitably managing customer loyalty. **Marketing Intelligence & Planning**, 26, n. 4, 2008. 359 - 374.
- GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 10 Edição. ed. São Paulo: Pearson, 2004.
- GOLDEN, B. R.; ZAJAC, E. J. When will boards influence strategy? Inclination \times power = strategic change. **Strategic Management Journal**, 22, 2001. 1087–1111.

- GREVE, H. R. Exploration and exploitation in product innovation. **Industrial and Corporate Change**, 16, n. 5, 2007.
- GUJARATI, D. **Econometria básica**. Tradução da 4.a edição. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HAMBRICK, D. C.; CHO, T. S.; CHEN, M.-J. The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms Competitive Moves. **Administrative Science Quarterly**, 41, 1996. 684-710.
- HANNAN, M. T.; FREEMAN, J. Structural inertia and organizational change. **American Sociological Review**, 49, n. 2, 1984. 149-164.
- HAYNES, K. T.; HILLMAN, A. the effect of board capital and ceo power on strategic change. **Strategic Management Journal**, 31, 2010. 1145–1163.
- HITT, M. A.; BOYD, B. K.; LI, D. The state of strategic management research and vision of the future. In: KETCHEN, D. J.; BERGH, D. D. **Research Methodology in Strategy and Management**. Greenwich: JAI Press, 2004. p. 1–31.
- HUTZSCHENREUTER, T.; ISRAEL, S. A review of empirical research on dynamic competitive strategy. **International Journal of Management Reviews**, 11, n. 4, 2009. 421–461.
- IBGE. Banco de dados agregados: SIDRA. **Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística**, 2012. Disponível em: <<http://www.sidra.ibge.gov.br/>>. Acesso em: 04 abr 2012.
- IDENBURG, P. J. Four styles of Strategy Development. **Long Range Planning**, 26, n. 6, 1993. 132-137.
- KABANOFF, B.; BROWN, S. Knowledge structures of prospectors, analyzers, and defenders: content, structure, stability, and performance. **Strategic Management Journal**, 29, 2008. 149–171.
- KETCHEN JR., D. J.; PALMER, T. B. Strategic responses to poor organizational performance: a test of competing perspectives. **Journal of Management**, 25, n. 5, 1999. 683–706.
- KETCHEN, D. J.; SNOW, C. C.; HOOVER, V. L. Research on Competitive Dynamics: Recent Accomplishments and Future Challenges. **Journal of Management**, 30, n. 6, 2004. 779–804.

LABIANCA, G. et al. Striving toward the future: aspiration-performance discrepancies and planned organizational change. **Strategic Organization**, 7, n. 4, 2009. 433–466.

LEBAS, M. J. Performance measurement and performance management. **international journal of productin economics**, 41, 1995. 23-35.

MARCH, J. G. Exploration and explotation in organizational learning. **Organization Science**, 2, n. 1, 1991. 71-87.

MILES, R. E.; SNOW, C. C. **Organizational strategy, structure, and process**. Stanford: Stanford University Press, 2003. 274 p. Originalmente publicado em 1978.

MINTZBERG, H. The Strategy Concept I: Five Ps for strategy. **California Management Review**, 1987.

MINTZBERG, H.; AHLSTRAND, B.; LAMPEL, J. **Safari de estratégia: um roteiro pela selva do planejamento estratégico**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

NELSON, R. R.; WINTER, S. G. **Uma teoria evolucionária da mudança econômica**. Campinas: Unicamp, 2005.

OCDE; EUROSTAT. Manual de Oslo: diretrizes para coleta e interpretação de dados sobre inovação. **Brasil inovador: os caminhos da inovação**, 2012. Disponível em:

<http://download.finep.gov.br/dcom/brasil_inovador/arquivos/manual_de_oslo/prefacio.html>. Acesso em: 20 Maio 2012.

PETTIGREW, A. M. Context and action in the transformation of the firm. **Journal of Managemente Studies**, 24, n. 6, 1987.

PETTIGREW, A. M. Context and action in the transformation of the firm: a reprise. **Journal of Management Studies**, 2012. No prelo.

PORTER, M. E. **Estratégia Competitiva: Técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

PORTER, M. E. Towards a dynamic theory of strategy. **Strategic Management Journal**, 12, 1991. 95-117.

QUIGLEY, T. J.; HAMBRICK, D. C. when the former ceo stays on as board chair: effects on successor discretion, strategic change, and performance. **Strategic Management Journal**, 33, 834–859 2012.

- QUINN, J. B. Strategic change: logical incrementalism. **Sloan Management Review**, 20, n. 1, 1978. 7-21.
- RYALS, L. J.; KNOX, S. Measuring risk-adjusted customer lifetime value and its impact on relationship marketing strategies and shareholder value. **European Journal of Marketing**, 39, n. 5, 2005. 456 - 472.
- SANTOS, P. M. F.; PORTO, R. B. **As relações entre satisfação, confiança, lealdade atitudinal e rentabilidade de correntistas de um banco de varejo**. V encontro de Marketing da Anpad. Curitiba: [s.n.]. 2012.
- SCHUMPETER, J. A. **Capitalismo, socialismo e democracia**. Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1961.
- SIMONSEN, M. H. **Teoria Microeconômica**: Teoria da concorrência perfeita, teoria da concorrência imperfeita. 2ª edição. ed. Rio de Janeiro: Fundação Getulio Vargas, v. II, 1979.
- SORENSEN, O. Letting the market work for you: an evolutionary perspective on product strategy. **Strategic Management Journal**, 21, 2000. 577–592.
- SUNDARAM, A. K.; INKPEN, A. C. The Corporate Objective Revisited. **Organization Science**, 15, n. 3, 2004. 350–363.
- VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAM, V. Measurement of Business Performance in strategy research: a comparison of approaches. **Academy of Management Review**, 11, n. 4, 1986. 801-814.
- VITHESSONTHI, C.; THOUMRUNGROJE, A. Strategic change and firm performance: the moderating effect of organisational learning. **Journal of Asia Business Studies**, 5, n. 2, 2011. 194 - 210.
- WESTPHAL, J. D.; FREDRICKSON, J. W. who directs strategic change? director experience, the selection of new ceos, and change in corporate strategy. **Strategic Management Journal**, 22, 2001. 1113–1137.
- ZAJAC, E. J.; KRAATZ, M. S.; BRESSER, R. K. F. Modeling the dynamics of strategic fit: a normative approach to strategic change. **Strategic Management Journal**, 21, 429–453 2000.

Anexo I – Exemplo das informações disponibilizadas pela CVM

Sistema Divulgação Externa ITR/DFP/IAN 9.2.0 (Junho/2009) - [10 - Produtos e/ou Serviços]

Documento IAN Imprimir Ger.Arquivo Utilitários Help

00403-0 COMPANHIA SIDERÚRGICA

10 - Produtos e/ou Serviços

01 - Produtos e Serviços Oferecidos 02 - Matérias Primas e Fornecedores 03 - Clientes Principais 04 - Pedidos em Carteira

1 - Item	2 - Principais Produtos e/ou Serviços	3 - % da Receita Líquida
01	FOLHAS METÁLICAS	23,00
02	PLANOS A QUENTE	30,00
03	ZINCADAS	28,00
04	PLANOS A FRIO	15,00
05	PLACAS	3,00

Anexo II – Lista das empresas selecionadas para a amostra

AÇOS VILLARES SA
AES SUL DISTRIB. GÁUCHA DE ENERGIA S.A
ALL - AMÉRICA LATINA MALHA PAULISTA S.A.
AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA MALHA SUL S/A
BARDELLA S.A. INDÚSTRIAS MECÂNICAS
BRASKEM S.A.
CARBOMIL SA MINER. E INDUSTRIA
CECRISA REVESTIMENTOS CERÂMICOS S/A.
CESP - COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO
CIA CACIQUE CAFE SOLUVEL
CIA CAT. DE ÁGUAS E SANEAMENTO - CASAN
CIA ENERG DE BRASILIA
CIA ESTADUAL DE ÁGUAS E ESGOTOS - CEDAE
CIA HIDRO ELETRICA DO SÃO FRANCISCO
CIA. DE FIACAO E TECIDOS CEDRO CACHOEIRA
CIA. DISTRIB. DE GÁS DO RIO DE JANEIRO
CLARION S.A AGROINDUSTRIAL
COMPANHIA MELHORAMENTOS DE SÃO PAULO
COMPANHIA INDUSTRIAL CATAGUASES
COMPANHIA RIOGRANDENSE DE SANEAMENTO
COMPANHIA SIDERURGICA NACIONAL
CONFAB INDUSTRIAL SA
CONSERVAS ODERICH SA
CONSTRUTORA SULTEPA S/A
DIGITEL SA INDUSTRIA ELETRONICA
ELECTRO AÇO ALTONA S.A.
ELEKEIROZ S/A
EMAE-EMP.METROPOLITANA ÁGUAS ENERGIA S.A
ETERNIT S.A.
FAE FERRAGENS APARELHOS ELETTS
FERROVIA CENTRO-ATLANTICA S.A.

FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A. -FOSFERTIL
FIBAM CIA INDUSTRIAL
FORJAS TAURUS SA
FRAS-LE SA
GRADIENTE ELETRONICA S A
GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.
IGUAÇU CELULOSE, PAPEL S/A.
IND MAQS AGRICOLAS FUCHS SA
INDÚSTRIAS ROMI S.A.
KLABIN S.A.
LA FONTE TELECOM S/A
LARK SA MAQ E EQUIPAMENTOS
MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA SA
MARCOPOLO SA
MARINA DE IRACEMA PARK S/A
METALGRAFICA IGUAÇU S.A.
METALURGICA RIOSULENSE SA
METANOR SA METANOL DO NE
METISA METALÚRGICA TIMBOENSE SA
MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS DO BRASIL
MINASMAQUINAS SA
MRS LOGÍSTICA S.A.
MUNDIAL SA - PRODUTOS DE CONSUMO
PANATLANTICA SA
PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS
PETROLEO LUB DO NORDESTE SA
RANDON S/A IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES
RASIP AGRO PASTORIL S A
REFINARIA DE PETRÓLEOS DE MANGUINHOS SA
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES
SCHULZ S.A
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.
TEKNO S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO

TÊXTIL RENAUXVIEW S/A
USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A.
VICUNHA TÊXTIL S.A
WETZEL SA