

C
o
r
r
e
s
p
o
n
d
ê
n
c
i
a

Correspondência para/
Correspondência para/
Correspondence to
Rua Antonio V. Costa,
280/31/604
Cordeiro Recife
Pernambuco - 50640-040
Fone: 55 81 21018000
Email:
mrwesley@bol.com.br

Artigo recebido: 13/05/2004
Aprovado: 04/04/2005

EFEITOS DA ESTRATÉGIA DE DIVERSIFICAÇÃO SOBRE O VALOR E A PERFORMANCE FINANCEIRA DE INDÚSTRIAS BRASILEIRAS

EFFECTOS DE LA ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN RESPECTO EL VALOR Y EL DESEMPEÑO FINANCIERO DE INDUSTRIAS BRASILEÑAS

THE EFFECTS OF DIVERSIFICATION STRATEGY ON FIRM VALUE AND FINANCIAL PERFORMANCE IN BRAZILIAN INDUSTRIES

Wesley Mendes da Silva
UFPE

mrwesley@bol.com.br

Palavras-chave:
Estratégia de diversificação,
Performance financeira,
Indústrias brasileiras

Palabras-clave:
Estrategia de
diversificación;
Desempeño financiero;
Industrias brasileñas.

Key words:
diversification
strategy; financial
performance;
Brazilian
industry.

RESUMO: Este artigo tem como objetivo verificar a existência de associações entre estratégia de diversificação, valor e performance financeira de indústrias brasileiras. O estudo consiste em um múltiplo que compreendeu o período de 1997 a 2001. Foram coletados dados referentes a 176 empresas de capital aberto, distribuídas em 14 segmentos industriais, com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Os principais resultados sugerem que, para um, dos cinco anos estudados, tanto as empresas com maiores níveis de concentração, quanto aquelas de negócios mais diversificados, exibiram performance superior àquelas que optaram por graus intermediários de diversificação. Ficou evidenciado ainda que as empresas de maior porte obtiveram maiores valores para as variáveis de valor da firma e de performance financeira.

RESUMEN: Este papel tiene como objetivo verificar la existencia de asociaciones entre la estrategia de diversificación, el valor y el desempeño financiero de industrias brasileñas. El estudio consiste en un cross section múltiple que ha abarcado el periodo de 1997 hasta 2001. Ha sido recolectados datos de 176 empresas de capital abierto, distribuyeda en 14 segmentos industriales, con acciones negociadas en el mercado bursátil de São Paulo. Los principales resultados sugieren que, para un de los cinco años estudiados, tanto las empresas con niveles superiores de conecntración, quanto para aquellas de negocios más diversificados, exhibieron un desempeño superior hacia aquellas que han optado por grados intermedios de diversificación. Ha quedado evidente aún, que las empresas de gran porte obtuvieron valores superiores para las variables de valor de empresa y de desempeño financiero.

ABSTRACT: This paper verifies the existence of association among diversification strategy, firm value and its financial performance in Brazilian industries. In a multiple cross-section study, from 1997 and 2001, data were gathered for 176 publicly traded firms, listed in BOVESPA stock market in 14 industrial segments. Results showed that, for one of the 5-year period, both high and low diversified

firms achieved performance higher than firms with intermediate levels of concentration. Large firms showed higher value and financial performance.

1 INTRODUÇÃO

O estudo da *performance* das empresas integra uma das dimensões essenciais do conhecimento em estratégia (RUMELT *et al.*, 1995). Assim como ensinam Neely e Gregory (1995), a análise e a mensuração de *performance* podem ser definidas como um processo de quantificar uma ação, onde esta última determina a *performance*. Contudo, a forma de mensuração da *performance* corporativa ainda é motivo de acaloradas discussões no meio acadêmico. Que medidas de *performance* utilizar? Ainda não existe unanimidade na resposta para essa questão, porém o objetivo final não pode ser perdido de vista: a criação de valor para os proprietários. Indubitavelmente, as alternativas estratégicas escolhidas pela alta administração da empresa serão, em grande parte, responsáveis pela *performance* da organização.

As empresas podem ter seus próprios interesses estratégicos para alcançar uma *performance* superior, contudo, o poder de decisão encontra-se alocado nas mãos dos executivos, os quais são contratados pelos proprietários, por meio dos conselhos de administração, que têm a finalidade principal de representar os proprietários perante os executivos. Nessa ótica, a competência técnica dos executivos, escolhidos para orientar as atividades da empresa, será fator preponderante para o atingimento de *performance* superior por parte da firma. Em um estudo seminal, Jensen e Meckling (1976) debatem, com uma visão mais moderna, a Teoria da agência. Nesse estudo, os autores expõem e discutem os conflitos de interesses entre o principal e o agente. Ou seja, a situação na qual exista a possibilidade de um indivíduo que tem o poder de decisão (agente), não agir necessariamente segundo os interesses daquele que lhe delegou o poder para tal (principal). Também são comentadas as alternativas para minimizar essa possível diferença de interesses, como os incentivos aos agentes, os quais são entendidos como custos de agência, o custo que é gerado a partir da necessidade de monitorar e estimular o agente a agir de forma a não comprometer os interesses do principal. No caso particular apreciado, nesta pesquisa foi verificada a existência de uma relação entre as estratégias de diversificação que os executivos podem implementar e o valor da firma, assim como sua *performance* financeira.

Uma das consequências da relação de agência é a ocorrência de custos de agência como a necessidade de monitoração das atividades desenvolvidas pelos executivos, que deve ser exercida por um conselho de administração. Por outro lado, para cumprir esse papel, recomenda-se que o conselho seja composto essencialmente por membros independentes da diretoria executiva, o que pode ser afetado pela concentração de poder de voto. Um outro exemplo de custos de agência é a diversificação de produtos impulsionada pelos executivos. Contudo, apesar de existirem evidências de que as empresas mais focadas demonstram *performance* superior àquelas que optam por diversificar

a carteira de produtos, ainda é incipiente a produção acadêmica a partir de evidências da indústria brasileira, o que constitui o foco deste estudo. Os principais resultados obtidos nesta pesquisa evidenciaram que, para um, dos cinco anos examinados, em média, as empresas com maiores níveis de concentração de seus negócios, bem como as mais diversificadas obtiveram maior valor de mercado, quando comparadas com as firmas que optaram por níveis intermediários de diversificação de sua carteira de produtos.

Além desta introdução, este artigo é composto de mais quatro seções. Na seção 2 debatem-se as bases teóricas desta pesquisa, destacando-se: a relação entre *performance* e estratégia empresarial; e a influência que os mecanismos de governança podem exercer para a adoção das estratégias de diversificação. A metodologia empregada na pesquisa é detalhada na seção 3, logo após são apresentados e discutidos os resultados da pesquisa na seção 4 e, finalmente são exibidas as considerações finais.

2 BASES TEÓRICAS DO ESTUDO

A estratégia da empresa consiste no conjunto de mudanças competitivas e abordagens comerciais que os gerentes executam para atingir a melhor *performance* da firma (RUMELT, SCHENDEL e TEECE, 1995). É basicamente o planejamento do jogo de gerência para reforçar a posição da organização no mercado, promover a satisfação dos clientes e atingir os objetivos de *performance*. Sem estratégia, um gerente não possui um rumo previamente considerado para seguir, não tem um mapa ou um programa de ação unificado para conduzir os resultados almejados (THOMPSON e STRICKLAND III, 2000).

Para Hitt *et al.* (2002), uma parcela significativa das discussões em estratégia dedica-se às estratégias em nível de negócios e à dinâmica competitiva associada com o seu uso, isto é, estratégias de negócio. Quando uma empresa opta por diversificar suas atividades, além de uma única indústria, e parte para a operação em diversas indústrias, ela está assumindo uma estratégia de diversificação em nível corporativo, matéria tratada nesta pesquisa. Assim como as estratégias de nível de negócios, uma estratégia de nível corporativo permite que uma companhia adapte-se às condições existentes em seu ambiente externo.

Os sistemas formais de planejamento estratégico assumem papel essencial nas atividades de avaliação e superação das incertezas do ambiente por parte da administração. É crescente o interesse em assegurar que a empresa tenha estratégias adequadas e que estas sejam confrontadas com os resultados reais. Apesar de existirem especificidades de uma organização em relação à outra, quase que invariavelmente, o processo é dirigido a resultados de *performance*, a seus acionistas e à comunidade financeira.

A par dessa premissa, a *performance* financeira e o valor da firma são entendidos como função das estratégias que a empresa implementa por meio de sua administração. Para Rappaport (1998, p. 395-418), a abordagem para a

avaliação do planejamento estratégico orientada pela contabilidade convencional não esclarece totalmente se o planejamento estratégico criará valor para o acionista. Contudo, Certo e Peter (1993), chamam a atenção para a função de feedback que a área financeira exerce para orientar as decisões da alta administração. Assim, não se pode desprezar a conveniência de se medir a *performance* financeira para realizar correções no posicionamento estratégico da empresa.

2.1 A PERFORMANCE E A ESTRATÉGIA DE DIVERSIFICAÇÃO

Uma das principais tipologias para as categorias de estratégias de diversificação é derivada do trabalho seminal de Rumelt (1974). Diversificação pode então ser vista como função das decisões da administração, as quais são decisivas para o futuro da empresa e como a causa de problemas de coordenação, planejamento e controle nos altos níveis administrativos, em outras palavras, como estratégia. A tipologia de diversificação sugerida por Rumelt (1974) está ilustrada no Quadro 1.

Quadro 1 - Níveis e tipos de diversificação

Nível de Diversificação	Impacto nas Receitas da Empresa	
Níveis Baixos de Diversificação Negócio único:	Mais de 50% das receitas vêm de um único negócio.	
Negócio dominante:	Entre 70% e 95% das receitas vêm de um único negócio.	
Níveis de Diversificação Moderados a Elevados Relacionados restritos:	Menos de 70% das receitas vêm dos negócios dominantes e todos os negócios compartilham de vínculos de produtos, tecnológicos e de distribuição.	
Relacionados vinculados (relacionados mistos e não-relacionados).	Menos de 70% das receitas vêm dos negócios dominantes e há somente vínculos limitados entre os negócios.	
Níveis de Diversificação muito Elevados Não-relacionados	Menos de 70% das receitas vêm dos negócios dominantes e não há vínculos comuns entre os negócios.	

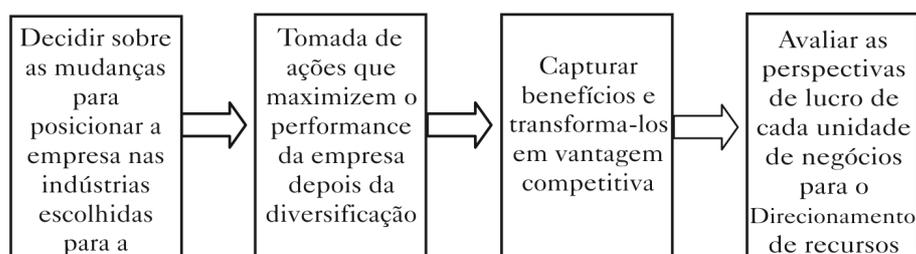
Fonte: Adaptado de Hitt *et al.* (2002, p. 235)

Nesse estudo Rumelt (1974) testou a eficiência de cada uma das estratégias de diversificação e concluiu que os Produtos Dominantes e os Relacionados são estratégias ótimas, os resultados indicaram que existe uma relação entre estratégias de alto nível e *performance* financeira. Em empresas diversificadas, cada unidade de negócios escolhe uma estratégia de nível de negócios a ser implementada para atingir competitividade estratégica e ganhar retornos acima

da média, ou seja, criar valor. Por outro lado, as firmas diversificadas também devem escolher uma estratégia que priorize com a escolha e administração de seus negócios. Assim, a estratégia de nível corporativo é uma ação posta em prática para ganhar uma vantagem competitiva por meio da escolha e administração de um composto de negócios que competem em diversas indústrias ou mercados de produto (HITT *et al.*, 2002).

Em uma empresa de negócio único, a gerência tem de interagir com apenas um ambiente de indústria e saber como competir nele com sucesso, em uma empresa diversificada, os gerentes têm de elaborar planos estratégicos de vários negócios que competem em diversos ambientes da indústria. A tarefa de elaboração da estratégia corporativa para uma empresa diversificada envolve as fases sumarizadas na Figura 1.

Figura 1 - Processo de elaboração de estratégia para empresa diversificada



Fonte: Adaptado de Thompson e Strickland III (2000)

Assim, a última fase do processo de elaboração da estratégia de uma empresa diversificada aprecia os níveis de *performance* financeira alcançados com a adoção de determinado posicionamento estratégico, sendo a *performance* fator norteador para correções de posicionamento. As firmas que procuram o posicionamento de baixa diversificação concentram esforços num único negócio ou em um negócio dominante. Uma firma é classificada como um negócio único quando as receitas geradas pelo negócio dominante são maiores que 95% das vendas totais (RUMELT, 1974.). Negócios dominantes são firmas que geram entre 70% e 95% de suas vendas totais dentro de uma única categoria. Já as firmas que ganham mais de 30% de seu volume de vendas fora de um negócio dominante e com seus negócios de alguma maneira relacionados, pode-se dizer que a companhia é diversificada-relacionada. Existindo vínculos mais diretos entre os negócios, ela é chamada relacionada, caso haja somente alguns vínculos entre os negócios, será classificada como um negócio relacionado e não-relacionado misto, ou uma firma vinculada relacionada.

2.2 PORQUE DIVERSIFICAR

As empresas que utilizam estratégia de diversificação o fazem por uma diversidade de motivos. Existem incentivos, recursos e motivos

administrativos para diversificar, alguns dos quais estão apresentados no Quadro 2. Os incentivos para a diversificação vêm tanto do ambiente externo como do ambiente interno de uma firma. Muitas vezes a diversificação é implementada para impedir perda de valor por parte da firma. Entre os incentivos externos à firma incluem-se as regulamentações antitruste e as leis fiscais. Entre os incentivos internos incluem-se o baixa *performance*, fluxos de caixa futuros incertos e uma redução global do risco para a firma. Então, ao contrário da maioria dos estudos, que buscam entender os efeitos da diversificação para a *performance* da firma, os efeitos da *performance* anterior da firma para a escolha por uma estratégia de diversificação subsequente foi motivo de estudo desenvolvido por Park (2002), cujo principal achado foi que diferenças de *performance* entre firmas relacionadas e não relacionadas, muitas vezes, são atribuídas principalmente a essas diferenças de *performance* em períodos anteriores.

Quadro 2 - Motivos, incentivos e recursos para diversificação da firma

Motivos para melhorar a competitividade estratégica	Economias de Escopo Compartilhamento de atividades Transferência de competências Poder de mercado (diversificação relacionada) Bloquear competidores através da competição multiponto Integração vertical Economias financeiras (diversificação não-relacionada) Alocação eficiente de capital interno Reestruturação de negócios.
Incentivos e Recursos com Efeitos Neutros sobre a Competitividade Estratégica	Regulamentação antitruste Legislação fiscal Baixo desempenho Fluxos de caixa com futuro incerto Redução de risco para a firma Recursos tangíveis Recursos intangíveis
Motivos Administrativos (Redução de valor)	Diversificação do risco de emprego administrativo Aumento da remuneração administrativa

Fonte: Adaptado de Hitt *et al.* (2002, p. 238)

Para Rumelt (1974), uma elevada *performance* elimina a necessidade de maior diversificação. Paralelamente, uma baixa *performance* pode constituir um incentivo para a diversificação. De forma complementar, firmas que exibem baixos níveis de *performance* freqüentemente assumem riscos maiores (WISEMAN e GOMEZ-MEJIA, 1988). Em contrapartida, Chang e Thomas (1989) encontraram evidências de que baixos retornos estão associados com maiores níveis de diversificação. Uma má *performance* pode levar a uma maior diversificação, especialmente na disponibilidade de recursos para perseguir essa meta. Por outro lado, uma série de retornos ruins depois de uma diversificação adicional pode diminuir o ritmo das diversificações.

Palich, Cardinal e Miller (2000) sugerem que pode existir de uma relação curvilínea global entre diversificação e *performance*. Adicionalmente, segundo Gibbs (1992), o valor da firma é maximizado no ponto onde o retorno marginal de uma diversificação adicional é zero. Porém, alguns gerentes com fluxos de caixa livres continuam a diversificar além do ponto ótimo; portanto, podem destruir valor dos acionistas. Partindo desse raciocínio, Hitt *et al.* (2002) argumentam que, quanto maiores forem os incentivos e mais flexíveis forem os recursos, maior será o nível esperado de diversificação.

2.3 A DIVERSIFICAÇÃO E A GOVERNANÇA

Os motivos para diversificar podem existir mesmo que incentivos e recursos sejam insuficientes. Dessa forma, a redução do risco administrativo, isto é, risco de perda de emprego dos gerentes de alto nível e o desejo por maiores remunerações (risco de redução de renda) podem ser motivo para iniciativas de diversificação (CANNELLA Jr. e MONROE, 1997). Os executivos corporativos podem então diversificar uma firma com o objetivo principal de mitigar o risco do seu emprego. Para Gray e Cannella Jr. (2003), a diversificação também oferece benefícios aos executivos, dos quais os acionistas não usufruem, diversificação e tamanho da firma são altamente correlacionados e, à medida que o tamanho aumenta, o mesmo acontece com a remuneração executiva.

Os diretores executivos de uma empresa podem impulsionar processos de diversificação das atividades de uma empresa por diferentes motivos, os principais podem ser a redução do risco do emprego e outros benefícios privados. Um tipo de benefício privado advindo da diversificação seria a prospecção de uma carreira futura. Assim, um gerente pode demandar benefícios não pecuniários diversificando a empresa, tais como poder, prestígio e *status* social, este último dependendo de quão bem é conhecido o executivo nos diferentes ambientes e linhas de negócios. Dessa forma, a percepção de poder, o prestígio e o *status* social pode estimular o executivo a diversificar as atividades da empresa. À medida que uma organização cresce, tende a tornar-se mais complexa do ponto de vista organizacional, nessa situação, o executivo pode sentir maior necessidade de se *entrincheirar* em sua posição, via diversificação, tornando mais dispendioso o *turnover* desse executivo para a firma.

Nesse contexto, os mecanismos e as práticas de governança corporativa assumem papel essencial: os conselhos de administração, a monitoração por parte dos acionistas, assim como o próprio mercado, exercem poder de limitação às tendências de superdiversificação. Em situações onde os mecanismos de governança não sejam bastante atuantes para controlar as decisões dos executivos, os gerentes podem diversificar a firma a ponto que

a empresa deixe de ganhar até mesmo os retornos médios (HOSKISSON e TURK, 1990). Em síntese, os mecanismos de governança devem atuar desestimulando esse tipo de ação dos executivos, o qual objetiva especialmente ganhos administrativos, podendo afetar significativamente a *performance* financeira da firma. O nível de diversificação que se pode esperar que proporcione maior efeito positivo sobre a *performance* (competitividade estratégica e ganhos acima da média) baseia-se parcialmente na forma com a qual a interação entre recursos, motivos administrativos e incentivos afeta essencialmente o posicionamento estratégico de diversificação. Em outras palavras, os mecanismos de governança são decisivos para o nível e o tipo de diversificação a ser adotada.

No entanto, as estratégias de diversificação podem melhorar a competitividade estratégica de uma firma e contribuir para que a empresa alcance maiores retornos financeiros. A diversificação deve ser contestada pelos mecanismos de governança, porque os gerentes também possuem motivos para fazer a firma crescer excessivamente por meio de diversificação. Denis, Denis e Sarin (1997), em um trabalho que envolveu diversificação, problemas de agência e valor de mercado das firmas, concluíram que a diversificação está associada à redução do valor das firmas, o que é consistente com os trabalhos de Berger e Ofek (1996), Lang e Stulz (1994), Servaes (1996) e Rogers (2001), e ainda encontraram correlação negativa da diversificação com o *turnover* de altos executivos das empresas. Visões mais modernas dessa abordagem podem ser encontradas nos trabalhos de Yoshikawa e Phan (2005) e de Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2004), o primeiro acerca de um conjunto de 228 empresas manufatureiras no Japão, e este último desenvolvido a partir de dados da indústria brasileira.

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA, VARIÁVEIS E MODELO EMPÍRICO

Em maio de 2001, havia 459 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, dessas, 289 possuíam dados disponíveis no Banco de dados da Economática®. Para o desenvolvimento desta pesquisa, foram consideradas todas as empresas manufatureiras com dados disponíveis para pelo menos três dos cinco anos estudados (1997 a 2001), resultando em um total de 176 empresas industriais (manufatureiras) de capital aberto, com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Fizeram parte do conjunto empresas de 14 segmentos industriais que estão relacionados na Tabela 1.

As variáveis de valor e de *performance* financeira (dependentes) foram calculadas a partir de dados anuais obtidos no banco de dados da Economática® e as variáveis de Estratégia de diversificação

(independentes) foram obtidas com dados constantes do Relatório de Informações Anuais, remetido anualmente pelas empresas à Comissão de Valores Mobiliários (IAN/CVM), como ilustra o Quadro 3. Após a coleta e tabulação dos dados, procedeu-se à verificação da existência de valores extremos (*Outliers*), os quais podem prejudicar os resultados da pesquisa.

Tabela 1 - Frequência das empresas participantes da pesquisa por setor da economia

Setor	Frequência	Percentual	Setor	Frequência	Percentual
Química	27	15,3	Máquinas Industriais	10	5,7
Têxtil	26	14,8	Outros	10	5,7
Siderurgia e Metalurgia	24	13,6	Papel e Celulose	8	4,5
Veículos e Peças	18	10,2	Energia Elétrica	6	3,4
Alimentos e Bebidas	15	8,5	Mineração	4	2,3
Eletroeletrônicos	11	6,3	Petróleo e Gás	3	1,7
Construção	11	6,3	Minerais não Metálicos	3	1,7
			Total	176	100,0

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa (2005)

Após identificados, os *Outliers* foram excluídos do banco de dados, assim como recomendam Hair et al. (1998). O limite máximo estabelecido para a quantidade de valores desconsiderados foi de 10% das observações válidas. A distribuição normal dos dados foi verificada segundo o procedimento descrito em Hair et al. (1998, p. 72), os quais defendem que o escore z para cada distribuição de frequência, calculado segundo a equação (1), deve permanecer no intervalo de -2,58 a +2,58.

$$z_{skewness} = \frac{skewness}{\sqrt{\frac{6}{N}}} \quad (1)$$

Onde, skewness é o valor da estatística de assimetria da distribuição de probabilidade de uma variável contínua e, N representa o tamanho da amostra.

Ainda não existe unanimidade acerca da métrica a ser utilizada para aferir *performance*. Barney (1997) compara quatro categorias de medidas de *performance* mais freqüentemente empregadas em trabalhos, de cunho acadêmico, desenvolvidos em estratégia empresarial: (a) a sobrevivência; (b) os indicadores contábeis de *performance*; (c) as medidas de criação de valor para os stakeholders e; (d) medidas de valor presente líquido. O valor da firma e a *performance* financeira foram as variáveis dependentes adotadas neste estudo, sendo, estas, função da estratégia de diversificação adotada pelas empresas. O objetivo desta pesquisa é verificar a existência de associações entre estratégia de diversificação (variável independente) com o valor, e a *performance* financeira (variável dependente) obtidos pelas indústrias brasileiras. As variáveis dependentes, bem como as independentes, estão definidas no Quadro 3.

Quadro 3 - Descrição das variáveis estudadas

Variável	Descrição	Conceitual
Variáveis dependentes	<p>Índice Q de Tobin, medida de valor de mercado da companhia que é calculado pela expressão:</p> $Q = \left[\frac{VMO + VMAP + DIVT}{AT} \right]$ <p>onde: VMO = Valor de Mercado das ações Ordinárias; VMAP = Valor de Mercado das Ações Preferenciais; DIVT = valor contábil das dívidas de curto e longo prazo menos o ativo circulante, após a exclusão do valor dos estoques; AT = valor contábil do ativo total. Esse indicador revela a riqueza agregada pelo mercado como reflexo de seu performance. Se o Q de Tobin for superior a 1,0 indica que a empresa possui um valor de mercado que excede ao preço de reposição de seus ativos. Seria então, a consequência da criação de valor para os acionistas, constituída pela capacidade do investimento de remunerar o capital dos proprietários. Por outro lado, quando o Q de Tobin for inferior a 1,0, o valor de liquidação da empresa não seria suficiente para atender ao custo total de reposição dos ativos da empresa.</p>	Chung e Pruitt (1994)
	<p><i>Cresc</i>[*]</p> <p>Taxa de crescimento da receita líquida ao ano calculada pela variação percentual entre as vendas de um ano t, em relação ao ano t-1.</p>	Bhagat e Black (1999)
	<p><i>Roa</i>[*]</p> <p>Rentabilidade do ativo total de uma empresa i, em um ano t. É expressa pela razão entre o lucro líquido da empresa i e o valor contábil do seu ativo total no mesmo período.</p>	Anderson et al. (2000)
Variáveis independentes	<p>Índice de concentração das vendas realizadas com os três principais produtos da empresa i. Calculado segundo a equação:</p> $HPROD = \sum_{i=1}^3 \left(\frac{p_i}{P} \times 100 \right)^2$ <p>, onde p_i é o valor das vendas líquidas realizadas com um produto e P é o valor total das vendas líquidas da empresa i, no ano t.</p>	Palich, Cardinal e Miller (2000); Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2004); Yoshikawa e Plan (2005)
	<p>Índice de concentração do poder de voto sob domínio dos três principais acionistas. Calculado segundo a equação:</p> $HPOD = \sum_{i=1}^3 \left(\frac{P_i}{P} \times 100 \right)^2$ <p>, onde P_i é o número de ações ordinárias de uma empresa i em poder de um determinado acionista e, P representa a quantidade total de ações ordinárias da empresa considerada.</p>	Hoskisson e Hitt (1990); Siqueira (1998); Yoshikawa e Plan (2005);
VC	<p><i>lnTam</i>[*]</p> <p>Tamanho da firma i expresso pelo logaritmo natural do ativo total da empresa em um ano t (descontado o efeito da inflação).</p>	Bhagat e Black (1999)
	<p><i>Sec</i></p> <p>Variável politômica que expressa o setor da economia onde atua a empresa, assumiu valores de 1 até 14.</p>	

Nota: Fonte operacional: ^{*}Banco de dados da Econômatica; ^aIAN/CVM; VC = Variáveis de controle

Para o desenvolvimento da análise multivariada, foram empregados modelos de regressão linear para k variáveis, conforme Searle (1971) ilustra o sistema de equações (2).

Miller (2000, p. 158) entendem que a diversificação pode ocorrer por motivos que não visem unicamente a maximização de *performance* "... *This theory recognizes that increasing diversification may not be associated with concomitant increases in performance, at least not through the entire relevant continuum...*" sob a expectativa de um relacionamento quadrático entre as variáveis, o qual descreveria a existência de ponto de inflexão para uma curva do tipo "U" invertido, esperou-se então um sinal negativo para o coeficiente de $Cprod^2$, isto é, φ_2 , α_2 e $\beta_2 < 0$. Sob a suspeita de que a concentração de poder de voto pudesse influenciar os relacionamentos entre propriedade e controle, isto é, entre acionistas e executivos, foi incluída no modelo a variável *Hpod*. As variáveis de controle (*VC*) foram selecionadas com base na possível influência que exercem sobre as variáveis dependentes de valor da firma e *performance* financeiro (*Q*, *Roa* e *Cresc*) e independentes de estratégia de diversificação (*Cprod*). Caso as *VC*, as quais são independentes, possuam significativa correlação com quaisquer dessas variáveis, e sejam desconsideradas nos modelos empíricos, a relação entre as variáveis de interesse pode não ser verificada de maneira adequada. Desse modo, foram utilizadas as *VC* a seguir: (a) Tam, que representou o tamanho da firma, expresso pelo valor contábil do ativo total da empresa *i*, no ano *t*; (b) o setor da indústria manufatureira onde atua a empresa pode constituir um imperativo à diversificação dos produtos por ela transacionados, assim a variável *Sec* também figura no modelo proposto e, finalmente, ξ indica o termo de erro aleatório.

4 RESULTADOS EMPÍRICOS

Os resultados da pesquisa foram dispostos da seguinte maneira: inicialmente são apresentadas as estatísticas descritivas relativas às variáveis envolvidas na pesquisa e, posteriormente, é realizada a análise de regressão quadrática, na qual se buscou verificar a existência de relacionamento entre as medidas de *performance* exibidas pelas empresas componentes da amostra e seus respectivos níveis de diversificação de produtos. Esse procedimento foi realizado para cada um dos cinco anos do período analisado.

Observando-se o conteúdo da Tabela 2, verifica-se que tanto o *Q* de Tobin, quanto as variáveis de *performance* financeira, ao longo do período, demonstraram crescimento de seus respectivos valores médios, o indicador de rentabilidade sobre o ativo (*Roa*) sofreu um expressivo crescimento em seu valor médio, de 224,09% entre 1997 e 2001. Por outro lado, a proxy de valor da firma, o índice *Q* de Tobin (*Q*), além de apresentar valor médio muito abaixo de 1 (o Quadro 3 detalha aspectos relativos à interpretação do índice *Q* de Tobin) durante todo o período, apresentou o pior *performance* entre as variáveis de *performance* aqui utilizadas, um crescimento de apenas 16,95% do início ao final do período em análise. O crescimento das vendas líquidas (*Cresc*) apresentou um crescimento médio intermediário, 51,46%, entre 1997 e 2001.

Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis de valor e *performance* (dependentes)

Variável	Ano	N	Média	Mediana	Desvio padrão	Skewness	Mínimo	Máximo
Q	1997	123	0,295	0,275	0,380	0,518	-0,639	1,431
	1998	118	0,214	0,220	0,324	0,240	-0,567	1,171
	1999	145	0,381	0,366	0,415	0,371	-0,674	1,496
	2000	138	0,343	0,345	0,368	0,108	-0,550	1,337
	2001	142	0,345	0,321	0,391	0,171	-0,695	1,550
Cresc	1997	144	7,999	8,382	31,494	0,472	-100,00	155,14
	1998	157	-0,762	-1,093	27,455	0,194	-99,80	115,36
	1999	170	19,503	18,812	39,306	0,338	-97,20	195,13
	2000	166	17,302	17,890	31,269	-0,482	-97,73	115,81
	2001	169	12,116	10,9465	33,030	-0,158	-100,00	136,71
Roa	1997	146	0,561	1,450	7,215	-0,511	-19,200	19,200
	1998	154	0,901	0,950	6,503	-0,247	-19,500	19,800
	1999	168	-1,212	0,650	13,141	-0,397	-45,200	46,200
	2000	167	2,021	2,000	8,972	-0,015	-29,400	47,600
	2001	165	1,835	2,100	8,443	0,109	-20,900	33,100

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa (2005).

Nota: Todas as variáveis estão definidas no Quadro 3.

Em contrapartida, examinando-se as informações ilustradas na Tabela 3, é possível constatar que, em média, as empresas participantes da pesquisa apresentaram um crescimento real de 37,76% ao longo do período. Também se verifica aumento do percentual médio das ações ordinárias em poder do principal acionista.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas do tamanho da empresa, do percentual das ações ordinárias com o principal acionista e do percentual das vendas da empresa com o principal produto

Variável	Ano	N	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Tamanho da empresa (em mil R\$)	1997	149	1.438.899,684	355.821,00	4.109.012,997	8.040,00	36.634.700,00
	1998	164	1.393.086,143	312.713,50	4.138.029,994	8.236,00	39.151.500,00
	1999	175	1.540.878,488	345.697,00	4.551.035,028	8.483,00	48.375.800,00
	2000	172	1.776.069,264	403.286,00	5.502.390,997	7.137,50	61.815.900,00
	2001	172	1.982.238,622	403.019,50	6.250.036,597	1.566,00	71.068.900,00
% das ações ordinárias com o principal acionista	1997	153	55,359	55,000	24,644	10,100	100,00
	1998	174	57,631	59,400	25,758	10,000	100,00
	1999	175	60,713	60,800	26,912	8,100	100,00
	2000	176	60,898	60,300	26,736	8,100	100,00
	2001	176	62,244	62,550	26,595	10,100	100,00
% de participação do principal produto nas vendas líquidas	1997	119	64,540	59,000	23,005	0,010	100,00
	1998	139	64,920	61,080	24,159	0,010	100,00
	1999	136	65,612	63,500	23,184	0,010	100,00
	2000	131	65,761	63,420	24,197	0,010	100,00
	2001	113	64,873	60,900	23,914	23,000	100,00

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa (2005). Nota: Para um melhor entendimento do leitor, nesta Tabela, o Tamanho da empresa não está em escala logarítmica, assim como foi empregada nas regressões múltiplas, cujos resultados estão na Tabela 4. A exemplo dessa variável, a concentração do poder de voto, bem como da carteira de produtos, nesta Tabela, também não estão na forma com a qual foram empregados nas regressões múltiplas, isto é, Índice Herfindahl.

Este resultado vai de encontro à idéia de que, à medida que as empresas crescem, o poder é difundido, encorajando a separação entre a propriedade e a gestão do negócio, aumentando a probabilidade de maior monitoração das atividades dos executivos, evitando a superdiversificação. A concentração do poder de voto sofreu aumento,

ao mesmo tempo em que as empresas cresceram. Assim, enquanto as empresas aumentaram seus ativos em mais de 37%, a parcela média das ações com direito a voto aumentaram gradativamente de 55,35%, em 1997 para 62,24%, em 2001, um incremento de 12,44%. Isso poderia ser uma indicação de redução dos custos de agência (a diversificação é um dos tipos de custos de agência em que a empresa pode incorrer, já que o executivo pode diversificar para minimizar o risco de seu emprego), visto que quanto mais concentrado o poder, menor a separação entre propriedade e gerência e, menos intensa será a relação de agência. De fato, avaliando o comportamento da parcela média das vendas líquidas com o principal produto das empresas ao longo do período em análise, fica evidente um aumento de seu valor, apesar de bastante discreto. Assim, paralelamente ao aumento médio do poder de voto nas empresas, a concentração das vendas, com o principal produto, variou, de 64,54%, em 1997 para 64,87%, em 2001, um pequeno incremento de 0,511%.

A Tabela 4 ilustra os resultados obtidos para a regressão múltipla. Porém, antes de iniciar a discussão dos coeficientes estimados, cabe um destaque à sua interpretação que, não raro, deixa de ser considerado em significativa parcela dos estudos em Administração. Ao se analisar os resultados dos parâmetros estimados para a regressão múltipla, segundo Granger e Newbold (1974), e também Savin e White (1977), é recomendável verificar a possibilidade da ocorrência de regressão espúria (correlação serial positiva de primeira ordem). Para tanto, pode ser utilizada a estatística Durbin-Watson (d), a qual pode indicar a existência de correlação serial positiva de primeira ordem. Savin e White (1977) disponibilizam ainda uma tabela com intervalos críticos para a estatística d , onde, a partir de um certo número de observações n , é possível verificar limites inferiores (d_l) e superiores (d_s) para d .

Desse modo, se $d < d_l$, então existem indícios de correlação serial positiva de primeira ordem; se $d > d_s$, então não existem indícios de correlação serial positiva de primeira ordem; e se $d_l < d < d_s$, existem indícios inconclusivos quanto à presença ou ausência de correlação serial positiva de primeira ordem, ou melhor, a ocorrência de regressão espúria. Mas, de maneira alternativa, para Granger e Newbold (1974), uma regra prática e eficiente para suspeitar da existência de regressão espúria é a confrontação dos valores obtidos para estatística d e para o coeficiente de determinação, R^2 . Assim, quando $d > R^2$, não haveria motivos para suspeitar da existência da regressão espúria; quando da situação contrária, ou seja, $d < R^2$, haveria motivo para suspeitar da ocorrência de correlação serial positiva de primeira ordem.

Tabela 4 - Resultados para os coeficientes significativos na regressão múltipla

Ano	Variáveis dependentes	Variáveis independentes	Standardized Coefficients (Beta)	Sinal esperado (d)[R ²]	t	Sig.
1997	Q	(Constant)			-0,675	0,502
		Cprod	-0,066	positivo	-0,115	0,909
		Cprod ²	0,023	negativo	0,040	0,968
		Hpod	0,121	negativo	0,996	0,323
		lnTam	0,163	(1,780)[0,038]	1,347	0,183
		Sec	0,000		-0,003	0,997
	Cresc	(Constant)			-1,126	0,263
		Cprod	0,385	positivo	0,741	0,461
		Cprod ²	-0,439	negativo	-0,846	0,400
		Hpod	-0,027	negativo	-0,245	0,807
		lnTam	0,166	(1,809)[0,044]	1,517	0,133
		Sec	-0,064		-0,583	0,562
	Roa	(Constant)			-0,434	0,666
		Cprod	-0,393	positivo	-0,778	0,439
		Cprod ²	0,356	negativo	0,707	0,482
		Hpod	-0,226	negativo✓	-2,117	0,037**
		lnTam	0,173	(1,687)[0,110]	1,628	0,108
		Sec	0,079		0,741	0,461
1998	Q	(Constant)			-0,763	0,448
		Cprod	0,108	positivo	0,214	0,832
		Cprod ²	0,051	negativo	0,101	0,920
		Hpod	0,092	negativo	0,723	0,472
		lnTam	0,150	(2,223)[0,055]	1,187	0,240
		Sec	-0,040		-0,319	0,751
	Cresc	(Constant)			-0,707	0,481
		Cprod	-0,230	positivo	-0,547	0,586
		Cprod ²	0,214	negativo	0,504	0,615
		Hpod	-0,152	negativo	-1,436	0,154
		lnTam	0,165	(2,211)[0,066]	1,571	0,120
		Sec	0,075		0,715	0,477
	Roa	(Constant)			-0,966	0,337
		Cprod	0,614	positivo	1,433	0,156
		Cprod ²	-0,661	negativo	-1,538	0,128
		Hpod	-0,238	negativo✓	-2,212	0,030**
		lnTam	0,134	(1,976)[0,137]	1,250	0,215
		Sec	0,149		1,407	0,163
1999	Q	(Constant)			-0,586	0,560
		Cprod	-0,865	positivo×	-1,900	0,061*
		Cprod ²	0,901	negativo×	1,975	0,052*
		Hpod	0,191	negativo×	1,772	0,080*
		lnTam	0,222	(1,966)[0,137]	2,077	0,041**
		Sec	0,094		0,886	0,378
	Cresc	(Constant)			-0,988	0,325
		Cprod	-0,178	positivo	-0,408	0,684
		Cprod ²	0,236	negativo	0,541	0,590
		Hpod	0,027	negativo	0,260	0,796
		lnTam	0,205	(1,888)[0,047]	2,000	0,048**
		Sec	-0,013		-0,128	0,898
	Roa	(Constant)			-1,167	0,247
		Cprod	-0,354	positivo	-0,799	0,426
		Cprod ²	0,214	negativo	0,483	0,630
		Hpod	0,020	negativo	0,189	0,850
		lnTam	0,197	(2,018)[0,067]	1,890	0,062*
		Sec	0,053		0,517	0,607

Continuação da Tabela 4						
Ano	Variáveis dependentes	Variáveis independentes	Standardized Coefficients (Beta)	Sinal esperado (d)[R ²]	t	Sig.
2000	Q	(Constant)			-0,631	0,530
		Cprod	-0,654	positivo	-1,406	0,164
		Cprod ²	0,707	negativo	1,524	0,132
		Hpod	0,168	negativo	1,442	0,154
		lnTam	0,217	(2,202)[0,098]	1,865	0,066*
		Sec	0,078		0,684	0,496
	Cresc	(Constant)			-0,470	0,640
		Cprod	-0,488	positivo	-1,164	0,248
		Cprod ²	0,381	negativo	0,909	0,366
		Hpod	-0,054	negativo	-0,515	0,608
		lnTam	0,250	(2,080)[0,107]	2,379	0,020**
		Sec	-0,070		-0,681	0,498
	Roa	(Constant)			-2,949	0,004
		Cprod	0,281	positivo	0,681	0,498
		Cprod ²	-0,176	negativo	-0,427	0,671
		Hpod	-0,035	negativo	-0,337	0,737
		lnTam	0,360	(2,086)[0,157]	3,484	0,001***
		Sec	0,135		1,334	0,186
2001	Q	(Constant)			-1,007	0,317
		Cprod	-0,208	positivo	-0,389	0,698
		Cprod ²	0,201	negativo	0,376	0,708
		Hpod	0,175	negativo	1,644	0,104
		lnTam	0,214	(1,676)[0,069]	1,965	0,053*
		Sec	0,038		0,363	0,718
	Cresc	(Constant)			-1,226	0,223
		Cprod	0,160	positivo	0,328	0,743
		Cprod ²	-0,044	negativo	-0,090	0,928
		Hpod	-0,044	negativo	-0,459	0,647
		lnTam	0,209	(2,211)[0,055]	2,114	,037**
		Sec	0,077		0,795	0,429
	Roa	(Constant)			-2,960	0,004
		Cprod	0,763	positivo	1,617	0,109
		Cprod ²	-0,565	negativo	-1,199	0,233
		Hpod	-0,072	negativo	-0,762	0,448
		lnTam	0,300	(1,912)[0,139]	3,129	0,002***
		Sec	0,089		0,951	0,344

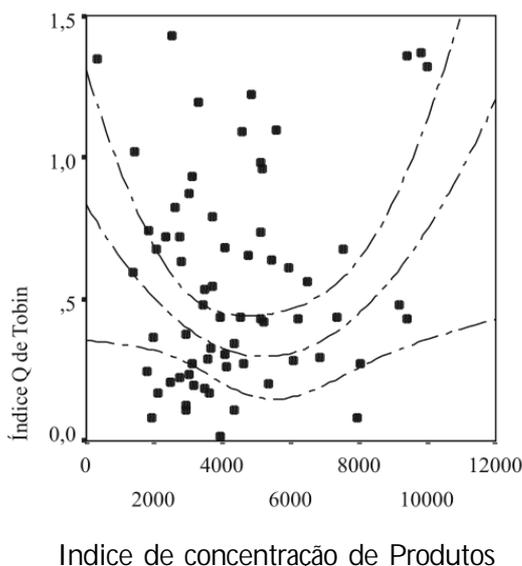
Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa (2005). Nota: Os dados foram trabalhados no software estatístico SPSS® versão 11.0. d representa o valor da estatística Durbin-Watson; ✓sinal obtido para o coeficiente de regressão de acordo com a expectativa; ✗sinal obtido para o coeficiente de regressão contrário à expectativa.***Significativo a 1%; **Significativo a 5%; *Significativo a 10%.

Uma outra verificação que é conveniente ser realizada é a ocorrência de multicolinearidade, um problema na regressão, que pode ter como principais efeitos a rejeição da hipótese nula equivocadamente; sinais errados para os coeficientes estimados; ou mesmo a flutuação demasiada dos coeficientes da regressão entre amostras diferentes. Em síntese, se as variáveis explanatórias são fortemente correlacionadas, o modelo pode não estar adequado, incluindo tais variáveis. Um procedimento de mensuração da multicolinearidade utiliza o Fator Inflacionário da Variância (FIV) para cada variável explanatória. Então, o critério mais conservador utilizado é o sugerido por Snee (1973). Na ótica desse autor, se as variáveis independentes forem altamente

correlacionadas, o FIV é superior a 5. Mas, neste caso, os valores encontrados para esse fator encontram-se entre 1,004 e 1,351. A partir da observação do Tabela 4, nota-se que nos anos de 1997 ($v3 = -0,226$; $t = -2,117$; $Sig < 0,05$) e 1998 ($v3 = -0,228$; $t = -2,212$; $Sig < 0,05$), somente a variável Roa obteve significância estatística contra uma das variáveis independentes. Assim, tanto para um ano, como para o outro, a concentração do poder de voto, Hpod foi a única variável independente que apresentou correlação significativa com a rentabilidade do ativo da firma, destacando-se que a correlação deu-se de forma negativa, indicando que nas empresas de poder mais difuso a performance, em termos de rentabilidade do ativo, foi melhor, de acordo com a expectativa, argumentada na construção do modelo empírico. Ou melhor, nas empresas cujo controle está mais difuso, haveria uma maior separação entre o capital e as atividades administrativas.

Em ambos os casos, a estatística d obteve um valor maior que o coeficiente de determinação que, de acordo com regra proposta por Granger e Newbold (1974), fornece condição para que não se tenha uma regressão espúria. Para o ano de 1999, especialmente para o indicador de valor da firma, o Q de Tobin, os resultados sugerem que parece existir uma relação quadrática significativa entre diversificação da carteira de produtos da empresa e seu respectivo valor de mercado. O Gráfico 1 ilustra a forma como a diversificação e o valor da firma mostraram-se relacionados de forma estatisticamente significativa.

Gráfico 1 - Relacionamento entre o índice Q de Tobin e a concentração de produtos em 1999



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa (2005)

Porém, contrariando a expectativa construída a partir dos resultados apresentados por Palich, Cardinal e Miller (2000), a relação entre as variáveis descreve uma curva em forma de "U", mas não "U" invertido, o que indicaria um ponto ótimo para a diversificação, onde o valor da firma seria maximizado. Esse resultado também contraria os argumentos apresentados por uma substancial parcela dos estudos realizados acerca da estratégia de diversificação, como os de Denis, Denis e Sarin (1997); Berger e Ofek (1995) e o de Lang e Stulz (1994); na medida em que não apóia a idéia de que a diversificação destrua o valor da firma. Ou melhor, segundo o resultado obtido para o Q de Tobin (Q), em 1999, tanto as firmas que concentraram, como também aquelas que diversificaram em maiores níveis sua carteira de produtos, em média, alcançaram maiores valores para Q . Assim, a variável Q , em 1999, mostrou-se correlacionada de forma significativa a 4 das 5 variáveis independentes, ressaltando-se que a estatística t obteve valor maior que o R^2 .

Para os anos 2000 e 2001, o tamanho da firma foi a única variável que se mostrou significativa contra as variáveis dependentes. Desse modo, parece que *ln TAM*, considerando o modelo empírico proposto, foi a principal variável para explicar o comportamento das variáveis de valor e *performance* financeira nesse período. Destaque-se que, para todas as variáveis dependentes, em 2000 e em 2001, a correlação deu-se de forma positiva, sugerindo que as firmas de menor porte obtiveram menores níveis de criação de valor, de crescimento de vendas e rentabilidade sobre o ativo total.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir de dados referentes a empresas manufatureiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, o objetivo desta pesquisa foi verificar a existência de associações entre estratégia de diversificação de produtos e o valor da firma, bem como sua *performance* financeira. Os principais achados da pesquisa são: Primeiro, contrariando especialmente as idéias expostas por Palich, Cardinal e Miller (2000), para um dos cinco anos estudados, o coeficiente de regressão de *Cprod*, mesmo apresentado-se estatisticamente significativo, sugeriu uma relação curvilínea entre diversificação e valor da firma do tipo "U", não apoiando, portanto, a existência de ponto ótimo para a diversificação, onde seria maximizado o valor da firma. Pelo contrário, os resultados obtidos neste estudo apontam uma certa perda de valor por parte das firmas que optaram por estratégias que proporcionaram níveis intermediários de diversificação. Segundo, o tamanho da firma, nos dois últimos anos do período considerado, foi a única variável independente a se mostrar significativa para todas as variáveis dependentes.

Este estudo limitou-se a um conjunto de empresas pertencentes a setores essencialmente manufatureiros. Além disso, o período de tempo considerado pode acarretar vieses no comportamento da indústria nacional.

De forma adicional, a acurácia dos dados utilizados nos testes estatísticos depende diretamente da qualidade das informações entregues pelas empresas à Comissão de Valores Mobiliários e ao mercado em geral. Todos esses fatores constituem os principais aspectos limitadores desta pesquisa. No entanto a temática da estratégia de diversificação ainda é pouco explorada no Brasil, de modo que os poucos trabalhos já realizados ainda são inconclusivos, constituindo um promissor campo para estudos em administração e economia.

Diante desse contexto, sugere-se, a título de pesquisas futuras, a replicação deste trabalho considerando-se: (a) a inclusão de variáveis que expressem os mecanismos e práticas de governança corporativa, já que esses exercem influencia sobre os relacionamentos de agência e, por consequência, sobre a estratégia de diversificação; (b) a participação de empresas de outros setores da economia, assim como examinar as associações entre estratégia de diversificação em outros períodos de tempo dos aqui estudado e; (c) o emprego de outras tipologias de diversificação, como a de Rumelt (1974).

REFERÊNCIAS

- ANDERSON, R.C.; BATES, T.W.; BIZJAK, J.M.; LEMMON, M.L. Corporate Governance and Firm Diversification. **Financial Management**, Spring, p. 5-22, 2000.
- BARNEY, J.B. **Gaining and Sustaining Competitive Advantage**. Reading, MA: Addison Wesley Publishing Company, 1997.
- BERGER, P.G.; OFEK, E. Bustup takeovers of value-destroying diversified firms. **Journal of Finance**, n. 51, p. 39-65, 1996.
- BHAGAT, S.; BLACK, B. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. **The Business Lawyer**, v. 54, May, p. 921-963, 1999.
- BRUSH, T. H.; BROMILEY, P.; HENDRICKX, M. The relative influence of industry and corporate on business segment performance: an alternative estimate. **Strategic Management Journal**, v. 20, n. 6, p. 519-547, 1999.
- CANNELLA Jr, A.A.; MONROE, M.J. Contrasting perspectives on strategic leaders: Toward a more realistic view of top managers. **Journal of Management**, v. 23, n. 3, p. 213-237, 1997.
- CERTO, S.C.; PETER, J.P. **Administração estratégica: planejamento e implementação da estratégia**. Tradução: Flávio Deni Steffen. São Paulo: Makron Books, 1993.
- CHANG, Y.; THOMAS, H. The impact of diversification strategy on risk-return performance. **Strategic Management Journal**, n.10, p. 271-284, 1989.
- CHUNG, K.H.; PRUITT, S.W. A Simple Approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, Aut. 1994.
- DENIS, D.J.; DENIS, D.K.; SARIN, A. Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification. **The Journal of Finance**, v. LII, n.1, march, p. 135-160, 1997.
- GIBBS, P.A. **The role of corporate governance in corporate restructuring**. Tese de Doutorado (PhD) - Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management, 1992.
- GRANGER, C.; NEWBOLD, J. Spurious Regressions in Econometrics. **Journal of Econometrics**, v. 2, p. 111-120, 1974.
- GRAY, S. R.; CANNELLA Jr., A. A. The role of risk in the executive compensation. **Journal of Management**, <http://www.econ.cam.ac.uk/dae/repec/cam/pdf/afp16.pdf> acesso em 10jan2003.
- HAIR, J.F. JR.; ANDERSON, R.E.; TATHAM, R.L.; BLACK, W.C. **Multivariate Data Analysis**,

5a. ed., New Jersey: Prentice Hall, 1998.

HITT, M. A.; HOSKISSON, R.E.; IRELAND, R.D. **Administração estratégica: competitividade e globalização**; tradução de José Carlos Barbosa dos Santos e Luiz Antonio Pedroso Rafael. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

HOSKISSON, R.E.; HITT, M.A. Antecedents and performance outcomes of diversification: A review and critique of theoretical perspective. **Journal of Management**, n. 16, 1990.

HOSKISSON, R.E.; TURK, T. Corporate restructuring: Governance and control limits of the internal market. *Academy of Management Review*. n. 15, p. 459-477, 1990.

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

LANG, L.H.P.; STULZ, R.M. Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance. **Journal of Political Economy**, v. 102, n. 6, p.1248-1280, Dec. 1994.

MENDES-DA-SILVA, W.; MAGALHÃES FILHO, P.A.O. Existe Alguma Associação entre Governança Corporativa e Diversificação da Firma? Um Estudo Empírico com Indústrias Brasileiras. In **ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**, 28º, 2004, Curitiba, Anais...Curitiba: Anpad, 2004.

NEELY, A.; GREGORY, M. Performance measurement system design. **International Journal of Operations e Producty Management**, v. 15, 1995.

PALICH, L.E.; CARDINAL, L.B.; MILLER, C.C. Curvilinearity in the diversification-performance linkage: An examination of over three decades of research. **Strategic Management Journal**, n. 21, p. 155-174, 2000.

PARK, C. The Effects of Prior Performance on the Choice Between Related and Unrelated Acquisitions: Implications for the Performance Consequences of Diversification Strategy. **Journal of Management Studies**, v. 39, p. 1003-1019, 2002.

RAPPAPORT, A. Selecionando Estratégias que Criam Valor para os Acionistas. In: MONTGOMERY, C.; PORTER, M. **Estratégia: A busca da vantagem competitiva**. 5a. ed., Rio de Janeiro: Campus, 1998.

RUMELT, R. P. **Strategy, Structure, and Economic Performance**. Unpublished doctoral dissertation, Harvard Business School, 1974.

RUMELT, R.P.; SCHENDEL, D.E.; TEECE, D.J. Fundamental Issues in Strategy. In: RUMELT, D.; SCHENDEL, D.; TEECE, D. **Fundamental Issues in Strategy: A Research Agenda**. Boston: Harvard Business School Press, 1995.

SAVIN, N.E.; WHITE, K.J. The Durbin-Watson Test for Serial Correlation with Extreme Small Samples or Many Regressors. **Econometrica**, v. 45, Nov., 1977.

SEARLE, S.R. **Linear Models**. New York : Wiley, 1971.

SERVAES, H. The value of diversification during the conglomerate merger wave. **Journal of Finance**. n. 51, p. 1201-1225, 1996.

SIQUEIRA, T.V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 10, dezembro de 1998.

SNEE, R.D. Some Aspects of Nonorthogonal Data analysis, Part I. Developing Prediction Equations. **Journal of Quality Technology**, v. 5, p. 67-79, 1973.

SPSS 11.0, **Guide to Data Analysis**, New Jersey: Prentice Hall, Inc, 2002.

THOMPSON Jr., A.A.; STRICKLAND III, A. J. **Planejamento Estratégico: elaboração, implementação e execução**. Tradução de Francisco Roque Monteiro Leite. São Paulo: Pioneira, 2000.

WISEMAN, R. M.; GOMEZ-MEJIA, L.R. A behavioral agency model of managerial risk taking. **Academy of Management Review**, n. 23, p. 133-153, 1998.

YOSHIKAWA, T.; PHAN, P.H. The Effects of Ownership and Capital Structure on Board Composition and Strategic Diversification in Japanese Corporations. **The Corporate Governance International Review**, v. 13, n. 12, p. 303-312, 2005.