

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

MARIA CRISTINA BARBOSA DO AMARAL GURGEL

CONFIGURAÇÕES ESTRATÉGICAS  
DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE ALTO DESEMPENHO:  
análise qualitativa comparativa das imperfeições de mercado por elas exploradas.

SÃO PAULO

2011

MARIA CRISTINA BARBOSA DO AMARAL GURGEL

CONFIGURAÇÕES ESTRATÉGICAS  
DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE ALTO DESEMPENHO:  
análise qualitativa comparativa das imperfeições de mercado por elas exploradas.

Tese apresentada à Escola de  
Administração de Empresas de São Paulo  
da Fundação Getúlio Vargas como parte  
do requisito para a obtenção do título de  
Doutora em Administração de Empresas.

CAMPO DO CONHECIMENTO:  
Estratégia Empresarial

ORIENTADOR:  
Prof. Dr. Flávio Carvalho de Vasconcelos

SÃO PAULO

2011

Gurgel, Maria Cristina Barbosa do Amaral.

**CONFIGURAÇÕES ESTRATÉGICAS DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE ALTO DESEMPENHO: análise qualitativa comparativa das imperfeições de mercado por elas exploradas.** / Maria Cristina Barbosa do Amaral Gurgel. - 2011.  
155 f.

Orientador: Flávio Carvalho de Vasconcelos

Tese (doutorado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Planejamento estratégico. 2. Desempenho -- Avaliação. 3. Sociedades por ações -- Avaliação. 4. Empresas - Avaliação. I. Vasconcelos, Flávio Carvalho de. II. Tese (doutorado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 658.012.2

MARIA CRISTINA BARBOSA DO AMARAL GURGEL

CONFIGURAÇÕES ESTRATÉGICAS  
DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE ALTO DESEMPENHO:  
análise qualitativa comparativa das imperfeições de mercado por elas exploradas.

Tese apresentada à Escola de  
Administração de Empresas de São Paulo  
da Fundação Getúlio Vargas como parte  
do requisito para a obtenção do título de  
Doutora em Administração de Empresas.

CAMPO DO CONHECIMENTO:

Estratégia Empresarial

DATA DE APROVAÇÃO:

\_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

BANCA EXAMINADORA:

---

PROF. DR. FLÁVIO CARVALHO DE VASCONCELOS  
(ORIENTADOR) FGV -EAESP / FGV- EBAPE

---

PROFA. DRA. JANANN JOSLIN MEDEIROS  
UNB

---

PROFA. DRA. MARIA TEREZA FLEURY  
FGV-EAESP

---

PROF. DR. SERGIO BULGACOV  
UFPR

---

PROF. DR. EDMILSON ALVES DE MORAES  
FGV-EAESP

À minha família

## AGRADECIMENTOS

Se minha racionalidade fosse perfeita, não haveria lugar para agradecimentos. Se houvesse individualismo, diria que minha tese é uma obra minha. Se a lógica fosse perfeita e as preferências estáveis e reveladas, a estruturação deste trabalho não seria resultado de múltiplas opções descartadas e resgatadas.

Do caos brotou-se a ordem: foi durante os divertidos almoços compartilhados com meu orientador Flávio Vasconcelos que as principais idéias desta tese se formaram. A ele e a meus colegas que participaram desse processo e da revisão desta tese, Marco Queiroz, Renata Brito e Rafael Goldszmidt, o meu muito obrigada.

A todos os amigos e professores que me ajudaram a abrir as portas de Corretoras e Bancos de Investimentos, agradeço pelos dias transformados em felizes por uma resposta positiva. Entretanto, os Professores Wilson Nakamura do Mackenzie e Rogério Sobreira da EBAPE/FGV.

Aos amigos queridos e professores que dedicaram horas para revisar esta tese, em especial Nil Monte Alto, Francisco Aranha e Eduardo Cueva Fróes, serei sempre grata.

Agradeço a minha família que me incentivou a continuar, agradeço ao meu marido que me apoiou nessa fase, no mínimo, curiosa. Agradeço às minhas amigas que me deram horas de ilusão de liberdade, de poder mudar o destino que escolhi.

Finalmente, agradeço a todos os autores das obras aqui citadas, por terem me dado o prazer de aprender com seus trabalhos, por terem aberto portas em minha mente, por terem dado sustentação à minha imaginação.

*People are called creative or crazy when they see  
a likeness between things that were thought not to  
be alike before. (Kelso, 1995, p.1)*

---

## RESUMO

---

**OBJETIVO:** Os objetivos deste estudo são (1) identificar quais são as imperfeições de mercado exploradas por empresas brasileiras de capital aberto e de alto desempenho contábil e (2) como essas imperfeições se configuram.

### **DESIGN/METODOLOGIA/ABORDAGEM**

**SUPORTE TEÓRICO:** Teoria da Competição Perfeita, Teorias do Mercado Imperfeito e Teoria das Configurações Organizacionais.

**VARIÁVEIS:** (1) dependente: desempenho contábil (lucro operacional/ativos de janeiro de 2005 a dezembro de 2009); (2) causais: imperfeições de mercado.

**DADOS:** fontes secundárias: (1) quantitativos para a seleção das empresas de alto desempenho (base Economatica) e (2) qualitativos para identificação das configurações organizacionais (relatórios emitidos por Bancos e Corretoras de Valores).

**FERRAMENTAS DE ANÁLISE:** (1) Análise Categorical de Conteúdo Semântico e (2) Análise Qualitativa Comparativa (Qualitative Comparative Analysis – QCA, modalidade MDSO- Most Different, Similar Outcome).

**SELEÇÃO DE CASOS E PERÍODO DE ANÁLISE:** Empresas brasileiras de capital aberto com desempenho acima de um desvio padrão sobre a média da totalidade de empresas listadas na BM&FBovespa, excluídas as empresas do setor bancário e de administração de recursos.

**RESULTADOS:** Os resultados da FASE 1 mostram que são cinco as imperfeições de mercado mais importantes para explicar o alto desempenho das empresas selecionadas. São elas: (1) LOCALIDADE (EMPRESA INTERNACIONALIZADA), (2) CRESCIMENTO DA DEMANDA, (3) TAMANHO, (4) RECURSOS (físicos, tecnológicos e qualidade) e (5) GOVERNO. Os resultados da FASE 2 revelam dois grandes conjuntos de configurações de imperfeições de mercado. No conjunto “mercado semi-livre”, a exploração de cinco imperfeições de mercado são compartilhadas: DIVERSIFICAÇÃO, RECURSOS, LOCALIDADE, CRESCIMENTO DA DEMANDA e SORTE. O outro conjunto é formado por empresas monopolistas ou oligopolistas de grande porte que compartilham a exploração de três imperfeições: CONCENTRAÇÃO, TAMANHO e TAMANHO DO GRUPO. Na intersecção dos dois conjuntos, encontram-se “as gigantes” que exploram comumente dez imperfeições: as três imperfeições do conjunto monopólios/oligopólios - CONCENTRAÇÃO, TAMANHO e TAMANHO DO GRUPO, as cinco imperfeições do conjunto do mercado semi-livre - DIVERSIFICAÇÃO, RECURSOS, LOCALIDADE, CRESCIMENTO DA DEMANDA e SORTE; além das imperfeições ACESSO PRIVILEGIADO A MATÉRIAS PRIMAS e INTEGRAÇÃO VERTICAL. Outras empresas que operam no mercado quase-livre aqui denominadas de “as exclusivas” compartilham a exploração das imperfeições DIFERENCIAÇÃO e o CRESCIMENTO ORGÂNICO, além das cinco compartilhadas pelo conjunto de empresas do mercado semi-livre. “As Concessões” exploram as três imperfeições de mercado do conjunto de empresas monopolistas/oligopolistas CONCENTRAÇÃO, TAMANHO E TAMANHO DO GRUPO, além do monopólio concedido pelo GOVERNO.

**ORIGINALIDADE:** (1) Taxonomia sustentada por construtos paradigmáticos: imperfeições de mercado; (2) Uso de dados qualitativos obtidos pela Análise Categorical de Conteúdo Semântico; (3) Uso da metodologia QCA para reduzir variáveis e identificar configurações.

**PALAVRAS-CHAVE:** Configurações Organizacionais, Imperfeições de Mercado, Competição Perfeita, Desempenho Superior da Firma, *Qualitative Comparative Analysis* (QCA), Análise de Conteúdo.

---

## ABSTRACT

---

The objective of this work was to identify the strategic configurations of high performance Brazilian companies, based on the market imperfections they explore. This study shows that Brazilian firms with high performance are exposed to competitive conditions of special nature and character not all of which are covered by the types of competition - Industrial Organization, Chamberlinian or Shumpeterian - described by Barney (1986). The research methodology combines (1) MDSO (Most Different Similar Outcome) approach of Qualitative Comparative Analysis (QCA) to find organizational configurations with (2) Semantic and Categorical Content Analysis for exploring reports on the companies of interest produced by stock broking firms and investment banks.

**KEY-WORDS:** Organizational Configurations, Market Imperfections, Perfect Competition, Superior Firm Performance, Qualitative Comparative Analysis (QCA), Content Analysis.

---

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

---

Quadro 1 - Resumo das Premissas da Competição Perfeita	22
Quadro 2 - Formas Interpretativas Frente à Incerteza	46
Quadro 3 - Resumo das Imperfeições de Mercado	49
Quadro 4 - Premissas da QCA e dos Métodos Quantitativos	54
Quadro 5 - Empresas Seleccionadas como de Alto Desempenho	59
Quadro 6 - Número de Relatórios Compilados por Empresa	62
Quadro 7 - Exemplo de Tabulação e Exploração de Dados	63
Quadro 8 - Descrição das Variáveis e da Escala <i>Multivalued</i>	64
Quadro 9 - Validação da Tabulação	65
Quadro 10 - Importação dos Dados pelo Programa fsQCA 2.0	69
Quadro 11 - Exemplo de <i>Truth Table</i>	69
Quadro 12 - Exemplo de Saída do Programa fsQCA 2.0 (Crisp Analysis)	71
Quadro 13 - Conjuntos das Soluções Parcimoniosa, Intermediária e Complexa (Exemplo)	71
Quadro 14 - Importação dos Dados pelo Programa fsQCA 2.0	72
Quadro 15 - Seleção de Variáveis	73
Quadro 16 - <i>Truth Table</i> das Variáveis Poder	73
Quadro 17 - Quadro da Condição Causal para Resultado Positivo	74
Quadro 18 - Resultado da Análise das Variáveis Poder	75
Quadro 19 - Configurações Necessárias da Condição Poder	75
Quadro 20 - Resultado da Análise das Variáveis Exclusividade com Localidade	76
Quadro 21 - Resultado da Análise das Variáveis Exclusividade sem Localidade	76
Quadro 22 - Configurações Necessárias da Condição Exclusividade	76
Quadro 23 - Resultado da Análise das Variáveis Agilidade	77
Quadro 24 - Configurações Necessárias da Condição Agilidade	77
Quadro 25 - Configurações da Condição Regulação	78
Quadro 26 - <i>Truth Table</i> Final	78
Quadro 27 - Resultado das Condições Minimizadas	79
Quadro 28 - Conjuntos de Configurações Necessárias para Desempenho Superior	79
Quadro 29 - Redução das Condições Causais (etapa 1 e 2)	82
Quadro 30 - Redução das Condições Causais (consolidado)	82
Quadro 31 - Configurações de Imperfeições de Mercado Necessárias ao Alto Desempenho	84

---

## SUMÁRIO

---

1. Introdução .....	11
2. Marco Teórico.....	15
2.1. Estratégia Empresarial e as Imperfeições de Mercado .....	15
2.2. As Premissas da Competição Perfeita .....	17
2.2.1. Evolução da Teoria da Competição Perfeita.....	17
2.2.2. Consolidação das Premissas da Competição Perfeita.....	21
2.3. As Imperfeições de Mercado na Teoria Econômica e em Estratégia Empresarial.....	24
2.3.1. Lucros Extraordinários Obtidos pelo Poder do Fornecedor.....	25
2.3.2. Lucros Extraordinários Obtidos pelo Poder do Consumidor.....	29
2.3.3. Lucros Extraordinários Obtidos pela Heterogeneidade .....	30
2.3.4. Lucros Extraordinários Obtidos pelas Imperfeições dos Agentes .....	38
2.3.5. Lucros Extraordinários Obtidos por Imperfeições Temporais.....	41
2.3.6. Lucros Extraordinários Obtidos pela Regulação do Estado.....	47
2.4. Consolidação das Imperfeições de Mercado em Variáveis. ....	48
2.5. Configurações Organizacionais e a QCA .....	50
2.6. Os Métodos de Mill e a Álgebra Booleana.....	55
3. Metodologia de Pesquisa .....	57
3.1. Resumo da Metodologia.....	57
3.2. Seleção das Empresas de Alto Desempenho .....	58
3.3. Análise Categorical de Conteúdo Semântico .....	60
3.4. Tratamento dos Dados pela Metodologia Crisp QCA.....	67
3.5. O Programa <i>fsQCA</i> 2.0.....	69
3.6. Fase 1: QCA - Tratamento dos Dados com Pressuposto de Homogeneidade Externa....	72
3.7. Fase 2: QCA - Tratamento dos Dados com Pressuposto de Heterogeneidade Externa...	81
4. Resultados e Discussão .....	86
5. Contribuições Teóricas e Metodológicas .....	93
6. Contribuições Práticas.....	95
7. Pesquisas Futuras .....	97
8. Referências.....	98
9. Apêndices.....	119

---

## 1. INTRODUÇÃO

---

A Estratégia Empresarial seria desnecessária e disfuncional se houvesse competição perfeita. Desnecessária porque, nesse caso, as decisões seriam homogêneas e se concentrariam na alocação de recursos fungíveis entre alternativas finitas e conhecidas. Disfuncional porque geraria custos supérfluos: a difusão do conhecimento seria perfeitamente fluída e extinguiria a lucratividade dos fornecedores (Vasconcelos & Cyrino, 2000).

Como a competição perfeita não existe, uma das questões centrais do campo da Estratégia Empresarial é a causalidade do desempenho superior e persistente de certas empresas (Barney, 2007). O conceito de competição perfeita é tão axiomático que sua ausência é sempre tratada como um caso de imperfeição, ou seja, uma discrepância em relação a uma situação ideal (Mathews, 2006). Entretanto, essa situação ideal para o campo da Economia, que permite teoricamente maximizar o bem-estar social dos consumidores quando o lucro dos fornecedores tende a zero, se contrapõe ao ideal da Estratégia Empresarial que é explorar imperfeições de mercado para a obtenção de lucros extraordinários.

Porém, quais imperfeições de mercado melhor explicam o desempenho superior das firmas? Hoskinson, Hitt e Yiu (1999) comparam a falta de consenso quanto a essa questão ao movimento de um pêndulo. Em certas épocas, no campo da Estratégia Empresarial, a explicação é predominantemente *outside-in* e em outras é predominantemente *inside-out*. Nos extremos do movimento do pêndulo, a lógica *Structure–Conduct–Performance* (S-C-P) e a *Resource-based view* (RBV).

Contudo, no oscilar entre o poder explicativo da estrutura externa (efeito setor) e da idiosincrasia da firma (efeito firma), as características da demanda e outras falhas passíveis de exploração são tratadas em segundo plano. Em seu artigo *Types of Competition and the Theory of Strategy: Toward a Integrative Framework*, Barney (1986) sugere, em sua fase *outside-in*, que os conceitos da competição Schumpeteriana, Chamberliniana e da Organização Industrial, que sustentam as principais correntes teóricas do campo da Estratégia Empresarial que visam explicar o desempenho, poderiam ser integrados em uma única teoria. Defende que os três tipos de competição podem se alternar no tempo e que sua integração teórica permitiria às empresas encontrar o modelo que melhor corresponderia a seu tipo de

competição. É interessante notar que esse artigo traz à tona um nível de estrutura superior ao da indústria, que é o tipo de competição. A competição estudada pela Economia Industrial é tipicamente de produtos homogêneos, com demanda em equilíbrio e rendas predominantemente de monopólio. A Competição Monopolista Chamberliniana trata da diferenciação, heterogeneidade e, portanto, de rendas Ricardianas. A competição Schumpeteriana rompe definitivamente com as premissas do equilíbrio e supõe que as curvas de oferta e demandas estão em constante mutação e que as vantagens competitivas não persistem no tempo.

Assim, as explicações quanto ao desempenho superior da firma poderiam ser contingenciais ao tipo de competição? Este estudo contribui para responder esta questão através da identificação das configurações de imperfeições de mercado exploradas por empresas brasileiras de alto desempenho. Para identificar configurações, adota-se aqui a Teoria de Configurações Organizacionais (Short, Payne, & Ketchen, 2008), assumindo que empresas podem explorar combinações diversas de imperfeições de mercado para obter lucros extraordinários. A abordagem configuracional defende, da mesma forma que a abordagem contingencial, que atributos ambientais, tecnológicos e estruturais interagem restringindo a gama de formas organizacionais viáveis (Meyer, Tsui, & Hinings, 1993). Porém, diferentemente da visão de Porter (1978, 1979), que busca grupos estratégicos contidos em um setor econômico específico, a teoria do mercado imperfeito sustenta a premissa de que grupos estratégicos podem conter empresas de diferentes setores, porém com características competitivas similares. É importante notar que a premissa de que fatores externos restrinjam as opções estratégicas ou as formas organizacionais viáveis não pressupõe que as restrições impostas ocorram em mesmo grau para todos os grupos com características competitivas similares. Do mesmo modo, não pressupõe que as opções estratégicas ou as formas organizacionais viáveis sejam poucas. Assim, essas restrições estão longe de caracterizar situação de competição perfeita, quando a Estratégia Empresarial se torna desnecessária e disfuncional.

Todavia, estudos configuracionais exigem responder a mais uma questão: quais e quantas imperfeições de mercado devem ser consideradas como variáveis explicativas? O uso da metodologia Análise Qualitativa Comparativa (*Qualitative Comparative Analysis - QCA*) desenvolvida por Charles Ragin (Ragin, 2008; Rihoux & Ragin, 2009) aboliu a limitação de uma seleção *ex ante*. A metodologia permite reduzir a causalidade aos fatores necessários e suficientes à ocorrência de um fenômeno. Essa nova possibilidade permitiu identificar as

imperfeições relevantes a serem exploradas pela estratégia empresarial entre uma lista extensa de imperfeições de mercado.

Definidas (1) as variáveis causais: imperfeições de mercado; (2) as questões da pesquisa: quais imperfeições de mercado são exploradas por empresas de alto desempenho e como essas imperfeições se configuram e decidido (3) o universo do estudo: empresas brasileiras de capital aberto; a primeira análise de dados mostrou a existência de diversas concessões e empresas monopolistas dentre as de maior desempenho contábil listadas na BM&FBovespa. Esse fato sugeria que a metodologia a ser usada teria obrigatoriamente que contemplar monopólios, concedidos pelo poder público ou conquistados pelo próprio poder.

Na introdução da versão brasileira de seu livro intitulado *Competição*, Porter (1999, p.7) lembra que a ausência de competição é uma característica de países em desenvolvimento, como no passado dos países desenvolvidos, cuja economia sofria “sufocante intervenção governamental” e pressões de “ostensivos cartéis” que “embotavam a competição”. Porém, muitos dos estudos empíricos quantitativos sobre desempenho das firmas no Brasil parte da mesma premissa adotada por autores estrangeiros de que a economia é competitiva e que monopólios, cartéis e proteção governamental podem ser descartados da análise. É o caso dos estudos de decomposição da variância, cuja metodologia obriga a eliminação de empresas monopolistas e duopolistas, que concluem que o efeito setor também não é importante para o desempenho de empresas brasileiras (Bandeira-de-Mello & Marcon, 2004; Brito & Vasconcelos, 2004).

Assim, a seleção de casos seguiu o princípio da *Most Different, Similar Outcome* (MDSO), uma modalidade de desenho da QCA que permite analisar configurações sem comparações com seus pares (Berg-Schlosser & De Meur, 2009). Confronta-se aqui as empresas de alto desempenho com um caso negativo hipotético, a situação de mercado perfeito caracterizado pela impossibilidade de exploração de imperfeições de mercado. O método é explicado no capítulo 2.5, 2.6 e 3.7. Para identificar as falhas de mercado exploradas pelas empresas selecionadas como de alto desempenho (capítulo 3.2), foram analisados relatórios emitidos por Bancos de Investimento e Corretoras de Valores através do método Análise Categorical de Conteúdo Semântico descrito no Capítulo 3.3. Para se reduzir dezenove imperfeições de mercado às necessárias ao desempenho superior utilizou-se o programa *fsQCA* 2.0 (Ragin, Drass, & Davey, 2006) descrito no capítulo 3.8.

Finalizado o estudo, os resultados mostraram que apenas uma entre os três tipos de competição citadas por Barney (1986) é encontrada nos mercados onde empresas brasileiras de alto desempenho operam: a competição Chamberliniana, caracterizada pela diferenciação, heterogeneidade e rendas ricardianas. Este estudo identificou características competitivas únicas que necessitam ser consideradas nas teorias que contemplam o contexto brasileiro.

---

## 2. MARCO TEÓRICO

---

### 2.1. ESTRATÉGIA EMPRESARIAL E AS IMPERFEIÇÕES DE MERCADO

*Perfect Competition does not exist, and can hardly even be supposed to exist* (Alfred Marshall, 1920, I.II p.18).

A exploração deliberada de imperfeições de mercado como fonte de lucros extraordinários permeia as principais teorias do campo da Estratégia Empresarial que visam a explicar o desempenho superior das firmas.

Na lógica *Structure-Conduct-Performance* (S-C-P), trazida do campo da Economia Industrial ao campo da Estratégia Empresarial por Porter (1981), as imperfeições de mercado de um setor econômico determinam as opções de ações estratégicas e, conseqüentemente, o desempenho coletivo das firmas (Mason, 1953; Bain, 1968; Porter, 1981). O modelo parte da premissa do equilíbrio econômico (Marshall, 1920), definindo “estrutura” como dimensões econômicas e técnicas relativamente estáveis que determinam o contexto da competição (Bain, 1972, Porter, 1981).

Bain (1968) identifica quatro imperfeições de mercado capazes de influenciar o desempenho coletivo das firmas através de rendas de monopólio: (1) barreiras de entrada (não mobilidade dos fatores), (2) o número e tamanho das firmas (poder do fornecedor), (3) a diferenciação de produtos e a (4) elasticidade da demanda.

Porter (1979a, 1981), baseando-se na evidência da variância de resultados intrasetor, incorpora, ao modelo de Bain (1972), elementos adicionais da Teoria do Oligopólio (Scherer, 1970), notadamente as variáveis e as resultantes da interação competitiva entre atores. Cria o modelo das cinco forças: (1) poder de barganha do fornecedor, (2) poder de barganha do cliente, (3) novos entrantes, (4) produtos substitutos e (5) competição intrasetor. Economista de formação, Porter (1981) traduz como “forças” a complexidade do conceito da mão invisível, ou seja, mecanismos naturais de autorregulação da competição. Porém, sustentado

pela Teoria do Oligopólio (Scherer, 1970), defende que empresas são capazes de intervir nesses mecanismos de forma ofensiva, para modificá-las a seu favor (Porter, 1979, 1981, 1985).

Baseando-se no conceito de Grupos Estratégicos (Hunt, 1972), Porter também desenvolve o conceito de barreiras de mobilidade, para isolar grupos com estratégias e desempenho similares intrasetor (Caves & Porter, 1977), e dá sustentação a uma série de estudos empíricos configuracionais (Miller & Friesen, 1986; Cool & Schendel, 1988; Newman, 1978; Schmalensee, 1989). Para Porter (1991), o sucesso da firma é uma função de duas variáveis: (1) a atratividade do setor e (2) a sua posição relativa aos concorrentes. Assim, a lucratividade da firma pode ser decomposta em efeito setor (indústria) - quando o sucesso é coletivo - e efeito posicionamento (firma), quando o desempenho superior é característica de firmas isoladas.

Diferentemente da linha de pesquisa S-C-P, a *Resource-Based View* (RBV) defende que as firmas têm desempenho sustentável superior quando exploram suas características idiossincráticas: recursos valiosos, raros e difíceis de imitar (Wernerfelt, 1984; Barney, 1986, 1991; Dierickx & Cool, 1989) e defende, através de resultados empíricos sobre componentes da variância do desempenho, que o efeito setor é pouco significativo (Schmalensee, 1985; Rumelt, 1991; Roquebert, Phillips, & Westfall, 1996; Victor & McGahan, 2006; Hawawini, Subramanian, & Verdin, 2004; Brito & Vasconcelos, 2004).

A RBV, assim como a S-C-P, ampara-se teoricamente sobre a exploração de imperfeições de mercado. Mas, diferentemente de Porter (1981) que adota, sobretudo, as premissas dos mecanismos de imperfeições das Teorias de Monopólio e Oligopólio, a RBV retoma os conceitos da Teoria de Ricardo e da Competição Monopolista de Chamberlin (1956) que abandona a premissa da homogeneidade. Assim, empresas idiossincráticas obtêm rendas Ricardianas e *quasi-rents* através de seus recursos escassos (Mahoney & Pandian, 1992).

Valorizando o poder de agência e a mudança no tempo, um ramo da RBV defende que as capacidades humanas e organizacionais têm caráter dinâmico (*Dynamic Capabilities*) e valor superior a outros recursos semipermanentes e inerciais (Teece, 1997, 2007; Brown & Eisenhardt, 1998; Itami & Roehl, 1987). A sustentação teórica dessa escola também se dá pela noção de exploração de imperfeições de mercado, porém seus autores transitam entre

premissas de criação de valor Chamberlinianas e da escola austríaca que valoriza a incerteza, a mudança e a inovação como fontes temporárias de lucros extraordinários (Schumpeter, 1935). Assim, acrescem ao modelo da RBV a importância dos lucros do empreendedor (temporários e autodestrutivos) e da sorte na criação do valor da firma (Schoemaker, 1992; Mahoney & Pandian, 1992; Adner & Helfat, 2003; Roberts & Eisenhardt, 2003).

É interessante notar que estudos empíricos sobre componentes da variância mostraram que, mais que o efeito firma, o efeito de maior intensidade em relação ao desempenho é o “erro”, ou “tempo” de acordo com Goldszmidt, Brito e Vasconcelos (2007) e Lopes Favero (2008). A intensidade da variação no tempo (e a conseqüente incerteza por ela gerada) mostra que aspectos dinâmicos são mais do que moderadores secundários entre firmas, setores e desempenho. Assim, tanto o conjunto de recursos da firma quanto seu posicionamento estratégico pode ter valor explicativo temporário, pouco sustentável no tempo, o que corrobora com as Teorias Shumpeterianas de destruição criativa (Schumpeter, 1935).

## 2.2. AS PREMISSAS DA COMPETIÇÃO PERFEITA

*The idea of “perfectly competitive equilibrium” has become so central, so axiomatic, that its absence is now referred to routinely as a case of market imperfection, or market failure, or information asymmetry, and so on – all terms connoting a departure from the ideal (Mathews, 2006, p.3; aspas em itálico no original).*

Esta pesquisa utiliza-se das premissas da competição perfeita como base para identificar o conjunto de imperfeições de mercado (ou quebra de premissas do mercado perfeito) passíveis de serem exploradas pelas empresas para a obtenção de lucros extraordinários. A falta de consenso quanto a essas premissas exigiu uma análise da evolução do conceito de competição perfeita para a seleção da literatura utilizada neste estudo.

### 2.2.1. EVOLUÇÃO DA TEORIA DA COMPETIÇÃO PERFEITA

Competição perfeita é um conceito construído socialmente - na abordagem de construção social de Berger e Luckmann (1974) - através de um processo que durou cerca de duzentos e

cinquenta anos. O termo muitas vezes se confunde com o de mercado perfeito (Stigler, 1957; McNulty, 1967; Jevons, 1871; Edgeworth, 1881) cujas premissas são consideradas equivalentes por alguns autores.

Sua origem remonta à teoria econômica seiscentista de Adam Smith (Smith, 1904) e sua evolução estende-se até meados do século XX com as contribuições de Chamberlin (1956) e Robinson (1934). Apesar da competição perfeita não existir, ela define as estruturas teóricas básicas de demanda e preços mínimos, necessárias à análise das imperfeições da economia real. Sob competição perfeita, os produtores, mesmo buscando racionalmente maximizar seus lucros, vendem seus produtos ao preço de seu custo marginal, equivalente ao preço de mercado.

Um dos grandes teóricos da competição perfeita foi Cournot (1801-1877), que acrescentou a “perfeição” ao termo competição. Utilizando-se de ferramentas matemáticas, desenvolveu a curva de demanda e foi o primeiro economista a analisar estruturas de mercado passíveis de haver competição perfeita. Para ele, os efeitos benéficos da competição sobre o bem-estar social atingiriam seu limite quando o número de fornecedores fosse suficiente para tornar a oferta individual insignificante em relação à oferta total de um produto. A partir desse conceito, Cournot derivou a primeira fórmula de oferta e demanda em relação ao preço (Cournot, 1897; Frank, 1965).

Com Jevons (1835-1882) e Edgeworth (1845-1926) as premissas de competição perfeita e mercado perfeito já se tornaram bem estabelecidas. Utilizando-se da lógica de perfeição e dos métodos matemáticos, contribuíram para o desenvolvimento da Escola Marginalista (Stigler, 1957, Jevons, 1871; Edgeworth, 1881). A Lei da Indiferença de Jevons atesta que trocas são sempre mutuamente benéficas e que independentemente da quantidade ou porção, produtos são trocados a mesma taxa, ou seja, em um mercado perfeito só há um preço para as “commodities” de mesma qualidade (Cournot, 1897). Contemporâneo de Jevons, Edgeworth elaborou a hoje chamada “Conjectura de Edgeworth”: quanto maior o número de agentes econômicos, menor é o grau de indeterminação dos preços (Anderson & Zame, 1998).

Posteriormente, Alfred Marshall (1920) tenta estabelecer uma ponte teórica entre os trabalhos do campo da Economia com as teorias evolucionárias inspiradas nos trabalhos de Darwin (1860). Desenvolve a noção de equilíbrio estável, onde há uma normalidade de oferta,

demanda e lucros no nível macroeconômico. Essa seria a base para análises posteriores mais complexas, ou seja, que avaliasse a evolução ou instabilidade econômica através de um tratamento mais filosófico e organicista da sociedade (Marshall, 1920, V.XII, p.16). Porém, desconsiderado o propósito do seu trabalho, é responsabilizado pela visão estática da economia. É famosa sua analogia da indústria com a floresta. Firmas como as árvores nascem, crescem e morrem, mas a floresta tende ao equilíbrio. Apesar de não aceitar o termo competição perfeita para definir seu modelo de equilíbrio, assume e desenvolve várias premissas da competição perfeita, como liberdade de ação, racionalidade e unicidade de preços. Porém desconsidera a proximidade necessária entre atores, introduzindo a noção de imperfeições espaciais.

*(...) the forces of demand and supply have free play; that there is no close combination among dealers on either side, but each acts for himself, and there is much free competition; that is, buyers generally compete freely with buyers, and sellers compete freely with sellers. But though everyone acts for himself, his knowledge of what others are doing is supposed to be generally sufficient to prevent him from taking a lower or paying a higher price than others are doing. This is assumed provisionally to be true both of finished goods and of their factors of production, of the hire of labour and of the borrowing of capital. (...) there is only one price in the market at one and the same time; it being understood that separate allowance is made, when necessary, for differences in the expense of delivering goods to dealers in different parts of the market; including allowance for the special expenses of retailing, if it is a retail market (Marshall, 1920, V. III, p.11).*

Em seu autodenominado esforço heroico de abstração das relações de troca, Frank Knight (1921, II.III, p. 38-47), enumera nove pressupostos à existência da competição perfeita, sendo o nono corolário das anteriores: (1) indivíduos são comuns, uma amostra da sociedade ocidental; (2) agem com racionalidade perfeita – sabem o que querem e buscam o que querem de forma inteligente, em resposta a motivos conscientes, estáveis e consistentes. Nada é capricho ou experimental e todos são capazes de saber de forma absoluta a consequência de seus atos; (3) todos são livres para agir em seu próprio interesse e não há imposições de nenhum indivíduo sobre outro ou da sociedade sobre suas atividades; (4) há completa ausência de obstáculos físicos para a produção e troca, processos produtivos não criam hábitos, preferências ou aversões, não há produção incompleta e a troca é instantânea e sem custos; ou seja, há mobilidade perfeita; (5) há comunicação perfeita entre todos os agentes, que podem comprar qualquer porção de um produto à mesma taxa; (6) cada pessoa age apenas como indivíduo, sem conluios, livre de fatores ou tendências sociais, sendo a troca a única

relação existente; (7) não existem fraudes nem dolo e todos os produtos são obtidos no mercado livre; (8) há apenas uma divisão do trabalho - cada indivíduo produz um único tipo de produto a um dado momento e (9) todos os fatores de produção são propícios à produção de qualquer bem e permanecem imutáveis, não há flutuações.

Para ficar fora da discussão sobre os pressupostos da competição perfeita, Chamberlin desenvolve o conceito de competição pura. Para o autor, competição pura é uma situação econômica onde não existe monopólio enquanto que a competição perfeita é um estado que requer outras condições, como mobilidade ideal, ausência de incertezas e *"such further 'perfection' as the particular theorist finds convenient and useful to his problem"* (Chamberlin, 1956, p.6).

Para Robinson (1934, p. 104), o construto competição perfeita cobre tal número de ideias distintas que se tornou sem valor. Acredita que a criação de novas terminologias é um tributo à antiga confusão. Ela propõe defini-la como um estado econômico onde a demanda pelo produto de um fornecedor individual é perfeitamente elástica, situação em que o agente não tem capacidade de influenciar os preços.

Robinson (1934) rejeita a tese de Cournot de que um grande número de fornecedores é necessário para obter a condição de competição perfeita. Para ela, o número de fornecedores necessários depende do ângulo da curva de demanda e da curva de custo marginal. Quando, por exemplo, a oferta é perfeitamente inelástica, a curva de demanda não faz diferença para que haja preços competitivos. Também, quanto maior for a competição entre os substitutos de um produto (demanda agregada elástica), menor será o número de competidores intra-indústria necessários para garantir que a curva de demanda do produtor unitário seja perfeitamente elástica.

Hoje, as múltiplas definições de competição perfeita ainda convivem apesar do esforço de Robinson (1934) em rejeitar premissas contrárias às suas. Na verdade, não há uma forma única de fixar o mercado e de atingir a condição de preços mínimos, pois dependerá da inclinação das curvas de oferta e demanda características de cada mercado.

### 2.2.2. CONSOLIDAÇÃO DAS PREMISSAS DA COMPETIÇÃO PERFEITA

Como visto, não há consenso quanto às premissas de uma competição perfeita. Para Robinson (1934) se a demanda for perfeitamente elástica, haverá competição perfeita, mesmo que haja apenas um fornecedor para cada produto. Por outro lado, as premissas de competição perfeita foram desenvolvidas para estudar a concorrência em mercados de *commodities*, como algodão, trigo e aço, com curvas de oferta e demanda pouco elásticas (Marshall, 1920). Neste caso, muitas premissas e seus corolários se confundem no que é necessário e suficiente para se obter preços mínimos<sup>1</sup>.

Para a existência da competição perfeita, exceto na visão de Robinson (1934), é preciso fixar características dos fornecedores, dos clientes, do produto, da racionalidade dos atores, do tempo, do espaço e da regulação (QUADRO 1). Assim, as premissas da competição perfeita podem ser agrupadas em seis grupos, compatíveis com as teorias de mercado imperfeito e com o tipo de fonte de lucros extraordinários, a saber: (1) poder do fornecedor (teorias do monopólio e oligopólio; rendas de monopólio), (2) poder do cliente (teorias do monopólio e oligopólio; rendas de monopólio), (3) heterogeneidade de produtos, fatores e espacial (Teoria da Competição Monopolística; rendas Ricardianas), (4) racionalidade limitada dos agentes (Teorias da Decisão; ineficiências, rendas Ricardianas), (5) mudanças no tempo (crescimento, incerteza; destruição criativa; rendas do empreendedor) e (6) regulação do Estado (Economia Keynesiana; rendas de transferência).

É importante notar que o QUADRO 1 é exaustivo. Engloba o conjunto de todas as premissas cujas combinações são suficientes para se alcançar uma situação de competição perfeita.

---

<sup>1</sup> Ver necessidade e suficiência das premissas da competição perfeita no apêndice D (p. 154).

## QUADRO I – RESUMO DAS PREMISAS DA COMPETIÇÃO PERFEITA

Premissas Agrupadas	Detalhamento das Premissas da Competição Perfeita/Mercado Perfeito	Cournot (1838)	Jevons (1888)	Edgeworth (1881)	Marshall (1920)	Knight (1921)	Chamberlin (1958)	Robinson (1934)
		Recherches sur les Principes Mathématiques de la Théorie des Richesses	Theory of Political Economy 1ª edição 1871	Mathematical Psychics	Principles of Economics 1ª edição 1890	Risk, Uncertainty, and Profit	The Theory of Monopolistic Competition 1ª edição 1933	What is Perfect Competition?
		Competição	Competição e Mercado Perfeito	Competição Perfeita	Competição	Competição Perfeita	Competição Pura	Competição Perfeita
<b>1. Inexistência de Poder do Fornecedor.</b>								
Fornecedores não têm capacidade de definir preços ( <i>price takers</i> ).								
Grande número de fornecedores (insignificância unitária, pulverização).	Oferta de qualquer fornecedor é insignificante em relação à produção total.						p.7	
	A influência de um produtor nos preços de mercado é insignificante.	P. 51			V.III.12	II.IV.38	P.7	P. 116
	Fornecedores não influenciam as ações dos concorrentes.			P. 17, 34, 39		II.IV.3, 8, 24	P.7	P. 114, 117
	Fornecedores não antecipam possíveis reações dos concorrentes.	P. 89	IV. 16		V.III.11		P.52, 106 P.52	
	Curva de demanda unitária é perfeitamente elástica.				V.I.6		P.17, 77	P. 112
Fornecedores são eficientes ou produtividade é idêntica.								
<b>2. Inexistência de Poder do Cliente.</b>								
Clientes não têm capacidade de definir preços.								
Grande número de clientes.	Compras dos clientes são insignificantes em relação ao mercado.			P. 39, 146			P.7	
Clientes são homogêneos								
<b>3. Homogeneidade.</b>								
Homogeneidade dos produtos e fatores	Produtos são homogêneos ou commodities com mercado delimitado.	P. 48	IV.16, 22	P. 17	V.I.15			P. 114
	Produtos são amplamente reconhecidos.				V.I.9		P.7	
	Produtos têm demanda generalizada, universal e liquidez no mercado.	P. 4			V.I.9			
	Há apenas um preço para um produto, dado um mercado.		PS.39 IV.17,22		V.I.6,7 V.III.11	II.III.55	P.7	
	Produtos e fatores são perfeitamente divisíveis e porções são vendidas pelo preço proporcional.		IV.22	P. 19	V.I.10 V.III.29	II.III.42, 43	P. 230-259	
	Não há escassez no nível do produtor unitário (oferta elástica).	P. 94					P. 71	
Não há variação de preços nos produtos substitutos.								
		P. 19, 22, 24					P. 7, 75	

QUADRO I – RESUMO DAS PREMISSAS DA COMPETIÇÃO PERFEITA (CONTINUAÇÃO)

Premissas Agrupadas	Detalhamento das Premissas da Competição perfeita/Mercado Perfeito	Cournot (1838)	Jevons (1888)	Edgeworth (1881)	Marshall (1920)	Knight (1921)	Chamberlin (1958)	Robinson (1934)
<b>3. Homogeneidade (continuação).</b>								
Homogeneidade dos produtos e fatores	Produtos têm demanda elástica.							P. 116
	Produto portátil/custos deslocamento insignificantes.		IV.15		V.I.11	II.III.42	P. 260	
	Os mercados têm fronteiras claras (naturais) ou é universal (espaço fixo).	P. 32 - 35		P. 17	V.I.11,15		P. 260	P. 114
	Livre entrada e saída do mercado (mobilidade dos fatores)			P. 44		II.III.42		
	No longo prazo, as empresas podem substituir todos seus fatores de produção sem custos - ou - fatores não são especializados (mobilidade dos fatores).				V.V.38 (nota 45)			
Trabalhadores são iguais a outros insumos (homogeneidade dos fatores).	Não há acumulação ou meios de produção são superabundantes.				V.III.15 V.IV.19	II.III.49		
	Trabalhadores recebem exatamente a fração do que produzem.			P. 38	V. III.11			
<b>4. Racionalidade dos Agentes.</b>	Trabalhadores são homogêneos e conhecem perfeitamente seu trabalho.					II.III.49		
<b>5. Perfeição no Tempo.</b>								
Escolha racional (Individualismo, racionalidade ilimitada e Utilitarismo).	Maximização da utilidade e do lucro com recursos limitados.	P. 46	I.30 IV.99	P.16	V.IV.12 V.IV.19	II.III.9, 23,40		
	Perfeita comunicação e conhecimento do mercado, ausência de incerteza, não há custo para escolhas, não há segredos de mercado, alocação de recursos eficiente.		IV. 16, 17	P. 17	V.III.11	II.III.40, 43, 47	P. 107	
	Liberdade e ausência de consenso, conluio ou conspirações.	P. 89	IV. 16	p. 18, 19	V. III.11	II.III.44	P. 106	
	Preferência revelada.		IV. 20	P.22, 36		II.III.34, 40	P. 107	P. 113
	Função de utilidade estável, igual para todos e livre de influências sociais.					II.III.12, 44	P. 4, 5, 173	P. 113
Transitividade.								
Indivíduos agem eticamente e legalmente, sem imposições de uns sobre os outros.				P. 18,19	V.III.11	II.III.41, 45	P. 106	
<b>6. Mercado Livre</b>								
Mercado estacionário, equilíbrio estável.		P. 24, 91, 92	IV.25	P. 18	V.I.20 V.III.13 V.V.13	II.III.12, 47	P. 55	
Não há regulação, não há intervenção governamental.			IV.16	P. 4, 18	V. III.11	AP. 2		P. 109

### 2.3. AS IMPERFEIÇÕES DE MERCADO NA TEORIA ECONÔMICA E EM ESTRATÉGIA EMPRESARIAL.

*The more simple and absolute an economic doctrine is, the greater will be the confusion which it brings into attempts to apply economic doctrines to practice, if the dividing lines to which it refers cannot be found in real life.*  
(Marshall, 1920, p. 8)

Neste capítulo, busca-se listar as principais imperfeições de mercado abordadas na literatura da Economia, Estratégia Empresarial e Estudos Organizacionais, adotando como guia a quebra de premissas do mercado perfeito. As imperfeições no não-mercado e no quase-mercado são consideradas aqui como subconjuntos das imperfeições de mercado. Essa não distinção entre os tipos de imperfeições é uma limitação que permitiu reduzir a complexidade do estudo sem comprometer seus resultados. Apesar da tentativa de abordar imperfeições de mercado ser exaustiva, a potencialidade de imperfeições é ilimitada e muitas vezes a literatura não considera certos fenômenos como imperfeições, dificultando o acesso a trabalhos importantes sobre o tema.

Assim, adota-se aqui como roteiro os itens do Quadro 1. O capítulo 2.3.1. (lucros extraordinários obtidos pelo poder do fornecedor) trata da quebra de premissa do item 1 (inexistência de poder do fornecedor); o capítulo 2.3.2. (lucros extraordinários obtidos pelo poder do consumidor) trata da quebra de premissas do item 2 (inexistência de poder do cliente); o capítulo 2.3.3. (lucros extraordinários obtidos pela heterogeneidade) trata da quebra das premissas do item 3 (homogeneidade); o capítulo 2.3.4. (lucros extraordinários obtidos pelas imperfeições dos agentes) trata da quebra de premissas do item 4 (racionalidade dos agentes); o capítulo 2.3.5. (lucros extraordinários obtidos por imperfeições temporais) trata da quebra de premissas do item 5 (perfeição no tempo) e, finalmente, o capítulo 2.3.6. (lucros extraordinários obtidos pela regulação do Estado) trata da quebra de premissa do item 6 (mercado livre).

### 2.3.1. LUCROS EXTRAORDINÁRIOS OBTIDOS PELO PODER DO FORNECEDOR.

Neste item, são descritas as imperfeições de mercado que causam ao fornecedor o poder de fixar preços acima do normal, ou seja, acima daquele que seria obtido sob o regime de competição perfeita. O pressuposto que produtos são homogêneos é mantido.

#### 2.3.1.1. CONCENTRAÇÃO

Muitos dos estudos clássicos e neoclássicos da Economia sobre competição imperfeita têm como foco o poder do fornecedor (Smith, 1904; Marshall, 1920; Moore, 1897, 1906; Cournot, 1897; Jevons, 1871; Edgeworth 1881; Knight, 1921). No monopólio há apenas um fornecedor no mercado, o que lhe confere o poder de fixar preços. No oligopólio, esse poder é proporcional à sua fatia de mercado.

No modelo S–C–P, Porter (1979a, 1979b, 1980, 1981, 1985) parte das premissas do modelo oligopolista, já adotadas pela Teoria da Organização Industrial de Bain (1949, 1956, 1968, 1972). Mas, segundo Robinson (1934), firmas obtêm lucros extraordinários no monopólio e oligopólio somente quando a demanda para seus produtos é pouco elástica, como no caso das commodities, ou seja, produtos substitutos são ineficientes em satisfazer as mesmas necessidades dos clientes. De forma semelhante, na Competição Monopolística (Chamberlin, 1956), o poder da concentração se dissipa pela ação da diferenciação. O poder de monopólio é exercido (1) parcialmente, sobre a parte da demanda disposta a pagar por produtos diferenciados e, às vezes, (2) temporariamente, dada a fraca barreira de entrada gerada pela diferenciação, exceto em caso de monopólios de classes agregadas, quando uma empresa fabrica a totalidade de produtos substitutos. Chamberlin (1956) acrescenta complexidade ao modelo quando analisa imperfeições espaciais, ignoradas nas teorias de monopólio e oligopólio, porém hoje retomadas pela Nova Economia Industrial (Greenhut, Norman & Hung, 1987). Consumidores existem, compram e consomem em um dado espaço físico, gerando separação espacial de mercados. Por outro lado, firmas existem e produzem em locais afastados de pelo menos parte de seus consumidores. Logo, empresas podem ser monopolistas em alguns mercados espaciais e sofrer grandes pressões competitivas em outros espaços (Chamberlin, 1956; Greenhut et al, 1987).

#### 2.3.1.2. TAMANHO DA FIRMA

Na Teoria dos Custos de Transação de Coase (1937) e Williamson (1975), a firma é uma alternativa para o mercado de trocas unitárias. O tamanho da firma é explicado como consequência da economia dos custos de contratos no mercado de fatores, transformando uma série de contratos unitários em contratos de emprego. Segundo Coase (1937) a empresa tenderá a expandir-se até que o custo marginal de gestão dos fatores for igual a sua aquisição no mercado aberto. Williamson (1975) enumera as condições onde há vantagem em evitar custos de transações: quando há (1) especificidade de ativos, (2) pequeno número de pares e (3) informação imperfeita.

Na visão de Bain, o tamanho é a fonte principal de heterogeneidade da firma que permite a geração de rendas de monopólio (Bain, 1972; Mann, 1966). A motivação para a expansão não é economia de custos, mas o incremento do poder de monopólio obtido através da concentração, que permite fixar preços e prevenir que outras firmas ganhem espaço no mercado (Bain, 1956, 1968, 1972; Conner, 1991), já que o tamanho é uma barreira de entrada eficiente (Porter, 1979b, 1980, 1981, 1985).

Para alguns autores, economia de escala gera monopólios naturais quando a empresa líder de mercado atinge um tamanho tal que seus custos impeçam que os concorrentes tenham preços competitivos (Sharkey, 1983; Posner, 1969; Berg & Tschirhart, 1989). Já Panzar e Willig (1981) defendem que tamanho permite diversificação com economia de escopo, condição necessária à criação de monopólios naturais de empresas multiprodutos.

Na Escola de Recursos, o tamanho é visto como fonte importante de lucros extraordinários devido ao incremento da disponibilidade de recursos, incluindo os financeiros que possibilitam atrair, premiar e manter bons executivos (Penrose, 1958).

No campo das Finanças, defende-se que o tamanho incrementa o poder da firma em capturar oportunidades globais de crescimento com custo reduzido de capital (Bryan & Key, 1999). Também, o tamanho aumenta a viabilidade da empresa no longo prazo, graças ao acesso privilegiado a recursos financeiros e à capacidade de controlar e reduzir impactos de variáveis externas (Gooding & Wagner, 1985).

Por outro lado, alguns estudos empíricos mostraram que tamanho não tem relação positiva com desempenho (Gooding & Wagner, 1985). Deseconomias de escala incluem lentidão de repostas às mudanças, burocracia, arrogância e complacência (Bryan & Key, 1999). Também, algumas grandes empresas têm dificuldades de manter contratos baseados em desempenho, adotando o modelo de senioridade (Zenger, 1994), têm altos custos de coordenação e atraem executivos oportunistas (Gooding & Wagner, 1985).

#### 2.3.1.3. DIVERSIFICAÇÃO DA FIRMA

Panzar e Willig (1981) defendem que a diversificação da firma com economia de escopo é uma estratégia que possibilita a criação de monopólios naturais de empresas multiprodutos, criando assim imperfeições de mercado quanto ao poder do fornecedor.

Alguns estudos empíricos sobre o tema mostram que as diversificações com sinergia (relacionadas) trazem maiores resultados que as sem sinergia (Palepu, 1985; Varadarajan, 1986; Markides & Williamson, 1994). Outros mostram que firmas que diversificam têm desempenho menor que as que se mantêm focadas em um portfólio (Lang & Stulz, 1994).

Obras recentes defendem que a relação entre diversificação e desempenho é curvilínea (Palich, Cardinal, & Miller, 2000) e variam de acordo com o setor. Firms diversificadas têm desempenho superior em setores onde há predominantemente competidores diversificados (e pouco competidores não diversificados) e abaixo da média quando competem com firmas especializadas nos diversos setores em que atua (Santalo & Becerra, 2008).

#### 2.3.1.4. INTEGRAÇÃO VERTICAL DA FIRMA

Integração vertical à montante ou à jusante, uma modalidade da estratégia de aumentar o tamanho da firma, é uma forma valiosa de internalizar o valor agregado pela cadeia de valor de um produto e evitar a ameaça de oportunismo em época de incerteza (Williamson, 1975). Porém, a integração vertical aumenta os custos burocráticos, reduz

a flexibilidade da empresa (D'Aveni & Ravenscraft, 1994; Klein, Crawford, & Alchian, 1978) e reduz as possibilidades de inovações na cadeia de valor, a não ser incrementais, já que a exploração dos ativos existentes se torna prioritária (Robertson & Langlois, 1995; March, 1991; Hughes, 1987). Assim, é uma estratégia típica de empresas que atuam em mercado com suficiente estabilidade de demanda e maturidade de processos e que, nessas condições, permite gerar imperfeições de mercado quanto ao poder do fornecedor.

#### 2.3.1.5. CONLUIO E ALIANÇAS HORIZONTAIS

Empresas oligopolistas tendem a formar cartéis, caracterizados pela prática de conluio - a troca de informações sobre preços e combinações sobre atuação no mercado - para maximizar seus lucros através de rendas de monopólio (Stigler, 1968; Conner, 1991; Dewey, 1979; Asch & Seneca, 1975, 1976), porém esses acordos se tornaram ilegais em diversos países, inclusive no Brasil.

Hoje as alianças estratégicas representam a forma legal de colaboração, com efeitos semelhantes sobre o desempenho à prática de cartéis. Nesse modelo, o controle dos preços é indireto, reflexo da colaboração industrial ou participação societária.

A legalidade das alianças estratégicas se apoia nos conceitos de economia de escala e escopo, isto é, que o valor combinado dos ativos das coligadas é maior que a soma dos mesmos. Porém, a colaboração permite o acesso mútuo a políticas de preços, facilitando a prática de conluio e, conseqüentemente, a obtenção de rendas de monopólio através do controle da oferta (Barney, 1997).

Estudos recentes sobre redes sociais, sustentados pela Teoria Institucional, defendem que a colaboração modifica a posição das empresas em redes de prestígio e grau de inovação (Stuart, 1998; Ahuja, 2000). Outras modelagens mostram a complexidade da multicolaboração em três eixos: (1) os tipos de empresas que tendem a colaborar, (2) a estabilidade da colaboração e (3) o impacto no desempenho (Goyal & Moraga-González; 2001; Delapierre & Mittelka, 1998, 2003).

Delapierre e Mitelka (1998, 2003) mostram que a colaboração é a nova forma do oligopólio que possibilita redefinir trajetórias tecnológicas e aumentar o potencial de exploração de oportunidades do mercado globalizado. Goyal e Moraga-González (2001) deduzem matematicamente que empresas que não participam da multicolaboração vertical são eliminadas do setor onde ela se torna uma prática. Assim, empresas buscariam alianças como estratégia de sobrevivência.

### 2.3.2. LUCROS EXTRAORDINÁRIOS OBTIDOS PELO PODER DO CONSUMIDOR

O poder do consumidor<sup>2</sup> tem características similares ao poder do fornecedor. No monopólio, há apenas um consumidor no mercado. Quando alguns consumidores são responsáveis pela compra de uma grande parte dos produtos de um setor, caracteriza-se um oligopólio. O exercício do poder do consumidor é característico do mercado de fatores, quando empresas consumidoras têm poder de barganha e capacidade de fixar preços artificialmente baixos frente à inelasticidade da oferta (Blair & Harrison, 1993; Porter, 1979). Isso inclui o mercado de mão de obra regional, onde empresas fixam o preço do trabalho por serem consumidoras de uma quantidade limitada do mesmo (Bhaskar, Manning, & To, 2002). Consumidores também exercem poder através da integração vertical à montante, quando empresas são proprietárias ou sócias do fornecedor de suas matérias-primas essenciais, ou quando dispõem de contratos privilegiados de fornecimento no longo prazo.

---

<sup>2</sup> Neste estudo, utiliza-se o termo consumidor para englobar consumidores finais e intermediários. Os últimos podem referir-se a empresas que adquirem matérias-primas, fatores de produção ou serviços. Muitas vezes o termo utilizado neste caso é o de “comprador”, já que o produto normalmente não se extingue com o consumo, mas a alternância dos termos pode gerar complicações desnecessárias.

### 2.3.3. LUCROS EXTRAORDINÁRIOS OBTIDOS PELA HETEROGENEIDADE

Aqui são descritas as imperfeições de mercado que permitem ao fornecedor se diferenciar de seus concorrentes ou (1) em custos e, portanto, em sua lucratividade ou (2) na sua capacidade de atender demandas específicas que geram o poder de fixar preços para grupos específicos de compradores. É importante notar que todas as falhas de mercado listadas neste estudo são fonte de heterogeneidade. Porém a preferência aqui é tratar de mecanismos que geram uma situação de competição monopolística, quando o consumidor percebe a diferença entre os produtos ou serviços oferecidos.

#### 2.3.3.1. RECURSOS IDIOSINCRÁTICOS

Como visto no capítulo 2 e 3, Chamberlin (1956) introduziu em seus modelos de competição imperfeita a noção de heterogeneidade das firmas e de seus produtos. Coerente com Chamberlin (1956), a RBV defende que lucros extraordinários são obtidos pela exploração de recursos internos raros, valiosos e não imitáveis (Barney, 1986, 1991; Dierickx & Cool, 1989; Demsetz, 1973; Rumelt, 1984, 1987; Wernerfelt, 1984; Barney & Hesterly, 1999; Foss & Knudsen, 2003; Conner, 1991).

Barney e Hesterly (1999) propõem que recursos e competências podem ser divididos em quatro categorias: (1) recursos financeiros, (2) recursos físicos, (3) recursos humanos e (4) recursos organizacionais. Porém, essa classificação é muito genérica para incluir recursos como reputação (Rumelt, 1984; Mahoney & Pandian, 1992), localidades (Nickerson, Hamilton, & Wada, 2001; Miller & Shamsie, 1996), lógica dominante (Bettis & Prahalad, 1995, Vargo & Lusch, 2004), recursos tecnológicos (Wernerfelt, 1984), competências relacionais (Dyer & Singh, 1998) e cultura (Hofstede, 1980).

Dada todas as dificuldades em se medir o construto - até porque o conceito às vezes engloba a própria ação de criar, ou seja, ambos, a criatura e o criador - neste estudo propõe-se categorizar os recursos em seis grandes grupos: (1) recursos físicos, de processos, qualidade e tecnológicos, (2) gerenciais e humanos, (3) recursos de reputação e imagem, (4) recursos de legitimidade, (5) recursos de rede/localidade e (6) recursos de acesso privilegiado a matérias primas. Essa divisão é conciliadora, parte teórica, parte

baseada na leitura de relatórios que são a fonte de dados deste estudo. Reputação e imagem são tratadas no item a seguir: diferenciação. Os três últimos grupos são tratados ainda neste capítulo.

#### 2.3.3.2. DIFERENCIAÇÃO

No Campo da Estratégia Empresarial, o conceito de diferenciação às vezes se restringe à heterogeneidade dos produtos ou serviços e às vezes inclui processos internos. Para Porter (1985, 1996), estratégia ou posicionamento estratégico refere-se a desenhar todas as atividades da empresa de forma a oferecer um produto diferenciado. Essa visão é coerente com as premissas da competição monopolística que não faz distinção entre heterogeneidade da firma e de produtos. Porém, para efeito de pesquisa, iremos restringir o construto “diferenciação” ao produto, considerando que o processo interno necessário ao ajuste da cadeia de valor à oferta de um produto diferenciado sejam recursos ou estratégias de geração de poder do fornecedor.

Um produto (ou serviço) diferenciado é aquele que possui características não encontradas nos concorrentes o que garante poder ao fornecedor e, conseqüentemente, rendas de monopólio. Na Economia Neoclássica, mantém-se a premissa de equilíbrio e racionalidade perfeita. Assim, produtos diferenciados têm preços hedônicos<sup>3</sup> equivalentes à somatória de valores dos atributos e características exclusivas (Rosen, 1974).

As teorias do campo de estratégia estão muito atreladas às premissas neoclássicas de que o preço de equilíbrio do produto diferenciado é equivalente ao custo de sua diferenciação. Para gerar rendas extraordinárias o fornecedor restringe sua oferta, gerando rendas de monopólio. Nesse caso a diferenciação é uma estratégia da firma e

---

<sup>3</sup> Aqui o termo hedônico é um construto econômico, ou seja, relativo às necessidades valorizadas pelos clientes. Presume racionalidade e transitividade.

está sob seu controle. Pressupõe que a racionalidade dos fornecedores e de consumidor seja ilimitada e homogênea e que todos agentes valorizem a diferenciação da mesma forma. Pressupõe também que os produtos substitutos sejam homogêneos nas diversas localidades onde o produto é oferecido. É importante aqui citar duas linhas de pesquisa econômica que contestam essa visão.

A primeira mostra, através de estudos empíricos, que rendas hedônicas podem ser advindas da apropriação de bens coletivos. Clima (Hoch & Drake, 1974), poluição (Anderson & Crocker, 1971; Harrison & Rubinfeld; 1978), nível de ruído (Nelson, 2004) são fatores externos que podem exemplificar a geração de lucros ou prejuízos extraordinários na venda de bens.

A segunda, a Economia da Competição Imperfeita com abordagem espacial inaugurada por Von Thünen (1826) e Hotelling (1929) mostra que o valor da diferenciação é determinado pelas variações conjunturais da interação entre oferta e consumo. Nessa linha de pesquisa, os modelos matemáticos utilizados para medir a distância espacial são usados para medir a distância cognitiva dos produtos ou qualquer variedade existente no fenômeno econômico. Trata a variedade de desejos dos consumidores e as variedades diferenciadas de produtos como espectros. A interação desses espectros formam mercados “locais” ou conjuntos de pares – produto e consumidor - mais ou menos homogêneos entre si. Neste caso, quebra-se a premissa de homogeneidade cognitiva e racionalidade perfeita dos atores bem como da homogeneidade de produtos substitutos em todas as localidades onde o produto é oferecido. Demonstra que o preço do produto diferenciado não corresponde ao custo da diferenciação, pois empresas precisam precificar seus produtos de forma heterogênea de acordo com a localidade, ou seja, adotar políticas discriminatórias de preços para competir em mercados “distantes” cognitivamente, onde a demanda valoriza de forma diversa o produto diferenciado. Competindo por preços e “localidades cognitivas”, as empresas podem decidir aumentar a lucratividade “local” restringindo a oferta para consumidores que valorizam ao máximo suas diferenciações ou aumentar o lucro nominal através do aumento da demanda, com valorização parcial da diferenciação. No segundo caso, exige-se a prática de uma política discriminatória de preços, ou seja, que a perda de margem gerada pela oferta de produtos a mercados cognitivamente “distantes” sejam compensada pela margem de produtos oferecidos em localidades cognitivas “próximas”. Assim, na

literatura econômica da competição imperfeita com abordagem espacial, o preço passa a ser uma variável estratégica, sobre a qual os gestores têm poder, já que podem gerar rendas de monopólio espacial (Greenhut, M., Norman, G., & Hung, C., 1987; Hurter & Lederer, 1985; MacMillan & McGrath, 1997).

A grande restrição ao avanço dos estudos do poder discriminatório de preços no desempenho das firmas é sua ilegalidade, por caracterizar-se como “dumping” ou competição predatória. Porém quando se abandona a visão atomística da economia neoclássica, vê-se que a discriminação de preços é uma prática claramente obrigatória, pois não se pode presumir que gestores sejam capazes de precificar seus produtos no ponto de venda através da decomposição do valor de atributos tangíveis e intangíveis como valor da marca e propaganda.

Findo o parênteses, há autores que afirmam que a capacidade de diferenciação de um produto é ilimitada. Contudo, Holbrook e Hirschman (1982) e Utterback (1996) acreditam em limites de diferenciação e propõem classificar produtos pelos fatores de escolha: (1) utilidade e (2) hedonismo<sup>4</sup>/estética, com limites de diferenciação diferentes.

Bens utilitários são predominantemente escolhidos por sua utilidade e desempenho. Eles podem, sem grandes dificuldades, ser avaliados, comparados e precificados. É o caso das *commodities* que, apesar de diferenciáveis pela qualidade, complexidade ou eficiência dos serviços agregados, raramente têm consumidores dispostos a pagar mais do que o custo da diferenciação, dificultando a prática de políticas discriminatórias de preços.

Produtos hedônicos e conspícuos evocam fantasias, sentimentos, sensações de poder e diversão (Almadoss & Jain, 2005). Também, aqueles com componentes estéticos são

---

<sup>4</sup> Aqui o termo hedonismo é um construto da psicologia. Refere-se à busca da felicidade, das emoções. Não é regido pela racionalidade clássica.

escolhidos por fatores psicológicos e vínculos emocionais (Kempf, 1999, Utterback, 1996; Holbrook & Hirschman, 1982). Assim, permitem políticas discriminatórias de preços bem como de estímulo de demanda para públicos com necessidades já satisfeitas. Almadoss e Jain (2005) mostram que a existência de seguidores, que visam imitar os hábitos dos “snobs” no consumo de bens conspícuos, tem poder de inverter a inclinação da curva de demanda dos “snobs”.

Situação intermediária é encontrada no mercado de bens utilitários de consumo final. Marca, reputação e satisfação na compra são, nesse caso, antecedentes significantes de precificação (Kempf, 1999). Neste caso, produtos são avaliados tanto pelos julgamentos cognitivos quanto pelas reações emocionais (Mano & Oliver, 1993).

#### 2.3.3.3. LEGITIMIDADE

Na competição perfeita, fornecedores e consumidores são atores unitários e as trocas são feitas no mercado “spot” (sem contratos e relacionamentos sustentáveis). Na competição imperfeita, fornecedores e consumidores são coletividades, com vínculos de intensidade variável (Coase, 1937; Williamson; 1975).

Teorias de cunho sociológico como a Teoria Institucional mostram que a legitimidade (a imagem relacional da empresa no não mercado e no mercado de fatores) é um mecanismo contextualizado importante à determinação do desempenho da firma, pois, de forma semelhante aos contratos, atenuam o oportunismo e incrementam a cooperação (Granovetter; 1985; Fama, 1980; Brown, Dacin, Pratt, & Whetten, 2006).

Agentes competem por recursos - aqui interpretações sociais - e participam de múltiplas esferas institucionais para adquiri-los e evitar riscos frente às incertezas (Sewell, 1992). De forma recursiva, agentes e instituições interagem para que a sustentação da legitimidade se torne um recurso favorável à empresa e à manutenção das “regras do jogo” institucionais (Vasconcelos, Queiroz & Goldszmidt, 2006, Giddens, 1989; Machado-da-Silva, Fonseca & Crubellate, 2005). Segundo Whittington (1988), agentes têm a possibilidade de explorar a ambiguidade e pluralidade dos recursos e das regras, às vezes criando estruturas sociais que se adaptam ao seu favor. Por outro lado, as

organizações encontram-se sob pressão do ambiente institucional Este tende a gerar conformidade às formas pré-existentes ou reconhecidas socialmente, sem que esta conformidade esteja necessariamente associada à eficiência (DiMaggio & Powell, 1983; Vasconcelos et al, 2006). Isso faz que conflitos entre a eficiência e a sustentação das regras institucionais possam ser resolvidos pela adoção de um comportamento cerimonial que externalize a boa-fé dos agentes e que permita tolerância por parte dos pares (Kostova & Roth, 2002).

A legitimidade, gerenciável ou não, pode ser entendida como um recurso operacional escasso cujos lucros extraordinários são explicados pelas rendas Ricardianas (Oliver, 1991, 1997; Elsbach & Sutton, 1992; Suchman, 1995; Ashforth & Gibbs, 1990). Porém, nota-se que a busca da legitimidade tem intencionalidade semelhante à Teoria dos Custos de Transações, ou seja, evitar o oportunismo e a incerteza, favorecendo a cooperação. Consequentemente, a origem dos lucros extraordinários gerados pela Legitimidade pode também ser explicada pela economia de custos de transação, ou seja, pelos *quasi-rents*.

#### 2.3.3.4. IMPERFEIÇÕES DE MOBILIDADE NO MERCADO DE FATORES

É no mercado de fatores que são adquiridos os recursos necessários à produção (Chamberlin, 1956). No mercado perfeito, atores individuais têm acesso a qualquer fator necessário à eficiência do seu negócio (mobilidade dos fatores) e não existe acumulação.

Todas as imperfeições já citadas anteriormente neste estudo envolvem a quebra da premissa da perfeição do mercado de fatores, uma vez que partem do pressuposto da existência de corporações. Apesar das imperfeições de mercado de fatores não serem, neste estudo, analisadas de forma direta, é importante desenvolver um pouco mais o tema para sustentar as conclusões do trabalho.

Na Escola S-C-P, os impedimentos à mobilidade de fatores são chamadas de barreiras de entrada. Criadas para prevenir a entrada de novos competidores no mercado, são o principal mecanismo utilizados para empresa para gerar concentração e rendas de

monopólio (Bain, 1956). Porter (1979b) defende que existem seis tipos principais de barreiras de entrada: (1) economias de escala, (2) diferenciação, (3) custo do capital, (4) vantagens de custos outros que escala, (5) acesso aos canais de distribuição e (6) intervenção governamental. Caves e Porter (1977) e Porter (1979a, 1998) estendem o conceito de barreiras de entrada para incluir barreiras de mobilidade entre grupos estratégicos, ou seja, grupos de empresas que pertencem a um setor, mas que competem de forma diferenciada e geram barreiras de entrada comuns aos grupos.

Mas é na RBV que o conceito de barreira de entrada é desdobrado para incluir fatores socialmente construídos como reputação da firma (Dierickx & Cool, 1989). Barney quer responder o porquê de certas empresas terem desempenho superior aos seus pares que se posicionam de forma semelhante em setores ou grupos estratégicos. Como resposta, vários autores contribuem para a afirmação de que o estoque de ativos estratégicos é construído ao longo do tempo, gerando padrões únicos inimitáveis não encontrados no mercado de fatores (Dierickx e Cool, 1989; Barney, 1986; Teece, Pisano, & Shuen, 1990; Itami & Roehl, 1987).

#### 2.3.3.4.1. IMPERFEIÇÕES DE MOBILIDADE NO MERCADO DE MATÉRIAS PRIMAS

A teoria que explica os lucros extraordinários a partir da exploração de recursos naturais escassos de Ricardo (1821) continua válida até a atualidade. Minérios, como a terra, representam bens heterogêneos e escassos e seu valor mínimo é igual ao custo (trabalho necessário para obtê-los e disponibilizá-lo ao mercado) da mina menos competitiva. Na época, a descoberta de minas nas Américas modificou a competitividade dos países e a teoria do Oligopólio revelou os mecanismos de restrição de oferta e sobreposição de curvas de demanda locais capazes de regular seus preços (Stiglitz, 1980). No mercado de matérias primas e commodities, o acesso privilegiado a recursos naturais de alta qualidade é uma das barreiras de entrada mais eficientes e exploradas pelas empresas de alto desempenho (Cromar, 1977; Mann, 1966; Bain, 1949; Barney, 1997). Em situação de aquisições, os lucros extraordinários dependerão da capacidade de antecipação do valor futuro no custo de aquisição (Porter, 1980).

#### 2.3.3.4.2. IMPERFEIÇÕES DE MOBILIDADE NO MERCADO DE MÃO DE OBRA

Parte do mercado de fatores, o mercado de mão de obra está longe de ser perfeito. Com racionalidade limitada, expostos ao desemprego e suas políticas compensatórias (Atkinson & Micklewright, 1991), ao *dumping* social (Alber & Standing, 2000), trabalhadores, com qualificações e níveis de responsabilidade heterogêneos, podem gerar diferenças de custos e vantagens estratégicas (Pfeffer, 1994; Schuler & McMillan, 1984; Barney & Wright, 1998; Porter, 1998).

Mão de obra não qualificada e barata pode ser explorada para a obtenção de vantagem competitiva baseada em custos. Mão de obra qualificada, com talento, treinamento, experiência e bons relacionamentos pode ser fonte de vantagens competitivas quando suas características forem raras, difíceis de imitar e se as empresas forem capazes de retê-las (Hambrick & Finkelstein, 1987; Finkelstein & Hambrick, 1990; Chauvin & Guthrie, 1994; Barney & Wright, 1998; Porter, 1998, Grant, 1996).

#### 2.3.3.5. IMPERFEIÇÕES ESPACIAIS

No mercado perfeito, fornecedores e consumidores estão próximos e há barreiras naturais entre mercados (Chamberlin, 1956; Robinson, 1934), porém, no mercado globalizado, essas características são raras exceções. Indivíduos existem, compram e consomem em um perímetro espacial e o custo dos transportes, da informação e as inconveniências geradas pela distância determinam condições diferentes para cada par cliente-fornecedor (Greenhut et al, 1987; Krugman, 1991). A distância também aumenta diferenças cognitivas, culturais e comportamentais (Tomasello, Carpenter, Call, Behne, & Moll, 2005; Busenitz & Lau, 1996; Brown, Collins, & Duguid, 1989; Nooteboom, Van Haverbeke, Duysters, Gilsing, & Van den Oord, 2007) criando um tipo de barreira diversa às fronteiras regionais ou nacionais.

A importância de fatores espaciais na competição tem sido restabelecida pela Nova Economia Industrial, notadamente pelo ramo denominado "new economic geography" (NEG) por Krugman, (1991) e pela abordagem espacial da Economia da Competição

Imperfeita. Ambas as abordagens retomam os trabalhos de Von Thünen (1826), Hotelling (1929) e Marshall (1920) quanto à localização de fatores e mercado, tratados como homogêneos na maioria dos modelos neoclássicos, exceto por Chamberlin (1956) que trata a localidade como um tipo de diferenciação em seu modelo de competição monopolística.

No campo da Estratégia Empresarial, Porter (1998, 1999) defende que vantagens competitivas são criadas por processos locais, sustentados por valores, cultura, estruturas econômicas, instituições e por padrões históricos. Adapta a teoria de aglomerações de Krugman (1991, 1995) e desenvolve seu modelo conhecido como “diamante”. Para o autor, as vantagens competitivas advindas da localidade dependem das (1) condições dos fatores, (2) condições da demanda, (3) infraestrutura e empresas relacionadas e (4) rivalidade entre concorrentes.

Além desses determinantes, Porter (1998, 1999) cita duas variáveis exógenas que contribuem a competitividade local - o acaso e o governo – que serão tratadas respectivamente nos capítulos sobre incerteza e regulação.

#### 2.3.4. LUCROS EXTRAORDINÁRIOS OBTIDOS PELAS IMPERFEIÇÕES DOS AGENTES

As imperfeições dos agentes, abordadas a seguir, também geram heterogeneidades e podem gerar rendas Ricardianas, mas são distintas das imperfeições tratadas anteriormente. Vistas pela ótica Econômica, essas imperfeições tendem a gerar perdas e ineficiências ao sistema de competição.

##### 2.3.4.1. INEXISTÊNCIA DA RACIONALIDADE CLÁSSICA

A Economia é uma Ciência Humana e sua fundamentação, portanto, deve sustentar-se sobre a conduta humana real (Knight, 1921). O pressuposto Spenceriano da racionalidade clássica é por um lado reducionista, pois a conduta adaptada aos fins é apenas uma subcategoria das condutas humanas possíveis (Spencer, 1978; Knight, 1921; Zafirovski 2003) e por outro lado utópica, pois presume capacidade de processamento mental ilimitada (Simon, 1955; March & Simon, 1958). Segundo

Knight (1921) o comportamento humano, às vezes impulsivo e caprichoso, levanta a questão se ele é passível de tratamento científico.

Diferentemente do pressuposto econômico, indivíduos têm capacidade de processamento mental limitada e essa capacidade é utilizada para processar grandes quantidades de informações ambíguas (Simon, 1955; March e Simon, 1958). Para que o mundo faça sentido, consumidores e gestores precisam confiar em representações situacionais simplificadas (Kiesler & Sproull, 1982; O'Keefe & Nadel, 1978; Weick & Bougon, 1986; Huff, 1990), tornando-se intérpretes e seletores ativos de informações incompletas, inacuradas e filtradas por lentes cognitivas ou modelos mentais (Narayanan & Fahey 1990; Nisbett & Ross, 1980).

#### 2.3.4.2. RACIONALIDADE LIMITADA DOS GESTORES

Gestores têm crenças e processos específicos de gestão que variam no tempo (Amit e Schoemaker, 1993). Dadas a racionalidade e a capacidade de absorção limitadas, gestores precisam simplificar extensivamente o ambiente, focando a atenção nas mudanças que são mais salientes em seus modelos mentais correntes (Simon, 1979; Russo & Schoemaker, 1989; Cohen & Levinthal, 1990). Também, mudanças potencialmente importantes no ambiente podem não ser reconhecidas, pois indivíduos tendem a superestimar ameaças recentes e repetir estratégias que deram certo em situações comparáveis (Kiesler & Sproull, 1982; Tversky & Kahneman, 1974, 1981).

Somando-se as formações limitadas de sentido com autoconfiança exacerbada, ilusão de controle, conflitos, problemas de agência, comportamento impulsivo e emocional, as escolhas dos gestores geram heterogeneidades cujos efeitos cumulativos são difíceis de avaliar (Langer, 1975; Jensen & Meckling, 1976; Lichtenstein, Fischhoff, & Phillips, 1982; Fama & Jensen, 1983a, 1983b; March, 1991; Schoemaker, 1992; Amit & Schoemaker, 1993; Weick, 1995).

Uma ótica extrema do processo errático e anárquico da gestão é encontrada no modelo *Garbage Can* de Cohen, March e Olsen (1972). Segundo os autores, firmas são

anarquias organizadas, caracterizadas por preferências conflituosas e tecnologia confusa (procedimentos de acerto e erro com resíduos de aprendizado de acidentes passados).

Se por um lado a racionalidade limitada dos gestores restringe o poder cognitivo, por outro é uma fonte importante de heterogeneidade, essencial para a obtenção de lucros extraordinários. A racionalidade humana permite processar aspectos sociais envolvidos em situações complexas (Elster, 1989; Andrade & Cohen, 2007). Também possibilita o entendimento das variáveis emocionais dos pares (na retenção de talentos, por exemplo) bem como dos clientes, possibilitando eficientes políticas discriminatórias de preços. Também, a acumulação de recursos cognitivos escassos e de transferência limitada é uma fonte importante de lucros extraordinários (Amit & Schoemaker, 1993). Grant (1996) defende que lucros extraordinários são obtidos pelo conhecimento gerido propositalmente e, também, pelo conhecimento emergente e não proposital. Bettis e Prahalad (1995) defendem que o desempenho de firmas diferenciadas depende da apropriação do repertório lógico dominante dos gestores, pois esses exigem grande tempo de aprendizado.

#### 2.3.4.3. RACIONALIDADE LIMITADA DOS CONSUMIDORES

O comportamento do consumidor em muito se distancia das premissas de mercado perfeito, que o define como homogêneo, de preferência utilitária, revelada, transitiva e estável.

Consumidores acreditam que dominam técnicas de inferência eficientes capazes de relacionar aspectos observáveis dos produtos com atributos, benefícios ou resultados desejáveis (Dick, Chakravarti, & Biehal 1990), mas estão sujeitos aos mesmos fatores cognitivos dos gestores, como formações limitadas de sentido, autoconfiança exacerbada, ilusão de controle e comportamento impulsivo e emocional (Weick, 1995; Langer, 1975; Lichtenstein et al, 1982; Andrade & Cohen, 2008; Amit & Schoemaker, 1993; Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983a, 1983b; March, 1991; Schoemaker, 1992).

Muitos experimentos têm sido feitos no campo da psicologia do consumidor para compreender como, por exemplo, memória, fluência, familiaridade, aprendizado, sistemas de categorização de informações, inferências, sensações, fases da vida, motivações, afetividade, vícios e fatores sociais influenciam, no tempo e no espaço, o consumo (Montonakis et al, 2008; Hutchinson & Einsenstein, 2008; Loken, Barsalou & Joiner, 2008; Kardes, Posavac, Cronley, & Herr, 2008; Peck & Childers, 2008; John, 2008; Yoon & Cole, 2008; Isen, 2008; Haugtvedt & Kasmer, 2008).

Dentre todas as características, o envolvimento emocional é um aspecto saliente e de grande importância para a obtenção de lucros extraordinários por parte dos fornecedores, pois potencializa o julgamento de relevância de um produto (Mittal & Lee 1989; Zaichkowsky, 1985).

#### 2.3.5. LUCROS EXTRAORDINÁRIOS OBTIDOS POR IMPERFEIÇÕES TEMPORAIS

No mercado perfeito, adota-se a premissa do mercado estacionário ou equilíbrio estável. No nível agregado não há crescimento e não há incertezas quando a demanda futura. Como há conhecimento perfeito e mobilidade perfeita de fatores, o tempo também não exerce influência sobre a competição entre firmas no longo prazo. Porém, no mercado real, as imperfeições relacionadas ao tempo geram heterogeneidades que podem, por um lado, reduzir custos e intensificar o poder de monopólio já que, como anteriormente visto, o estoque de ativos estratégicos não tem mobilidade perfeita e é construído ao longo do tempo, gerando padrões únicos inimitáveis não encontrados no mercado de fatores (Dierickx e Cool, 1989; Barney, 1986; Teece et al, 1990; Itami & Roehl, 1987). Por outro lado, as imperfeições no tempo podem gerar obsolescência de produtos, ativos e das capacidades gerenciais das empresas devido às mudanças nas preferências dos consumidores.

##### 2.3.5.1. DEMANDA NÃO ESTÁVEL

A Economia Neoclássica assume que a oferta e a demanda estão em equilíbrio, ou seja, que não há crescimento (Marshall, 1920). No campo da Economia Industrial e da Estratégia Empresarial, assume-se que produtos e seus respectivos setores industriais (*Industry*) têm ciclos de vida cuja duração depende de diversos fatores, como inovação

(Dean, 1950; Levitt, 1965, Vernon, 1966; Cox, 1967; Williamson, 1975; Utterback & Abernathy, 1975; Porter, 1980). Aceita-se, de forma geral, que o ciclo de vida de um produto têm três estágios (Klepper, 1997), a saber: (1) o estágio inicial ou embrionário caracterizado por baixos volumes, incertezas, ineficiência operacional e inexistência de barreiras de entrada; (2) o estágio intermediário, quando demanda e oferta têm alto crescimento, as variedades de produtos tendem a diminuir, o processo de produção se torna mais eficiente, o número de novos entrantes é menor e inicia-se o processo de concentração industrial; (3) o estágio da maturidade, quando oferta e demanda se estabilizam, as inovações são incrementais e os processos tornam-se eficientes. Além desses estágios, algumas indústrias sofrem um processo de declínio (McGahan, 2004), caracterizado pela queda da demanda e obsolescência dos produtos.

Porém, economias em desenvolvimento têm taxas de crescimento de demanda superiores aos países desenvolvidos. Esse fato implica em crescimento mesmo em setores que são considerados maduros na literatura estratégica. A abordagem espacial da Teoria do Mercado Imperfeito mostra que empresas buscam atuar em diversos mercados separados espacialmente, buscando oferecer produtos a mercados em crescimento (Greenhut et al, 1987).

#### 2.3.5.2. CRESCIMENTO ORGÂNICO

Para Penrose (1958), o processo de crescimento é mais importante que o tamanho da firma para a geração de lucros extraordinários. O crescimento gera vantagens competitivas com características dinâmicas que quebram a premissa de mercado estacionário e impactam o poder da firma no mercado. O crescimento orgânico aumenta a oportunidade de promoção e a possibilidade de atrair bons funcionários. Os custos gerados pela expansão de unidades existentes podem ser neutralizados pela contribuição de novas unidades (Gooding & Wagner, 1985). Recursos multipropósitos, especialmente os humanos, dão à firma flexibilidade para mudanças de direção em ambientes regidos pela incerteza (Penrose, 1958). A dinâmica do crescimento possibilita alterar a gama de produtos e encontrar composições ideais para cada circunstância (Penrose, 1958). Também, estudos no campo das Finanças Empresariais, contra intuitivamente, mostram que ações de empresas com alto crescimento têm menor risco

que as de tamanho estável, tanto em tempos favoráveis como em tempo de crise (Zhang, 2004).

#### 2.3.5.3. CRESCIMENTO POR FUSÕES E AQUISIÇÕES

Uma modalidade de crescimento, porém diferente do crescimento orgânico abordado por Penrose (1958), o crescimento por aquisições pode não afetar o desempenho positivamente (King, Dalton, Daily, & Covin, 2004; Agrawal & Jaffe, 1999), além de aumentar a sua variabilidade (Conn, Cosh, & Hughes, 2001). O desejo de compreender essa variabilidade e seus antecedentes gerou uma grande produção acadêmica sobre o tema mercado, porém sem consenso (Cartwright & Schoenberg, 2006). *Strategic fit* (Capron & Piste, 2002; Ahuja & Katila, 2001), processos (Child, Pitkethy & Faulkner, 1999; Schweiger & Very, 2003), contingências (Cartwright & Cooper, 1996; Haspeslagh & Jemison, 1991), culturas (Cartwright, 2005; Schoenberg, 2006; Teerikangas & Very, 2006) e experiências prévias (Haleblian & Finkelstein, 1998; Hayward, 2002) variam, mas não têm poder explicativo para o fracasso de mais de 40% das fusões e aquisições (Kitching; 1974; Schoenberg, 2006).

#### 2.3.5.4. CAPACIDADES DINÂMICAS

A Teoria das Capacidades Dinâmicas defende que estas são essenciais para a geração de lucros extraordinários, principalmente em setores onde empresas estão sujeitas a um alto grau de volatilidade do mercado (Schumpeter, 2003; Prahalad & Hamel, 1990; Itami & Roehl, 1987; Brown & Eisenhardt, 1998). Essa síntese teórica aborda prioritariamente aspectos de coevolução entre a formatação, conservação e destruição de recursos da firma frente a fatores ambientais. O estoque e a acumulação de recursos valorizados na RBV perde lugar para a capacidade de reconfigurá-los de forma a criar rendas extraordinárias (Vasconcelos & Cirino, 2000). O valor advindo da reconfiguração é evidente em setores industriais como o da eletrônica que, como Michael Dell afirma, tem apenas uma coisa constante, a mudança, e dela se deve tirar proveito sendo líder do jogo (Narayandas & Rangan, 1996; Brown & Eisenhardt, 1997).

Admitindo a incerteza, a Teoria das Capacidades Dinâmicas tem poder explicativo *ex post*, mas pouco poder para sustentar a validade de decisões estratégicas *ex ante* em ambientes dinâmicos. *Ex ante*, empresas vivenciam o “trade off” entre (1) intensificar investimentos para reduzir custos e aumentar barreiras de entrada (inovação incremental) ou (2) gerar flexibilidade para atender ou antecipar-se as mudanças do mercado.

#### 2.3.5.5. INOVAÇÃO

Apesar de a *Resource-Based View* defender que a inovação e a gestão da mudança sejam um tipo especial de recurso (Barney, 1997), o foco na mudança pressupõe assumir premissas dinâmicas.

Grande parte dos autores das visões S-C-P e RBV fundamentam seus argumentos pelo pressuposto econômico de equilíbrio estacionário, considerando as mudanças como fenômenos temporários (Bain, 1956; Caves & Porter 1977; Barney, 1997). Barney (1997, p. 185) defende que avaliar os recursos internos antes de procurar por setores ou segmentos de mercado onde eles possam ser explorados é um processo estratégico mais valioso que o inverso. Essa afirmação de planejamento *a priori* pressupõe grande estabilidade dos recursos e das características do mercado.

Por outro lado, a escola austríaca se interessa pela mudança, pela destruição criativa (Vasconcelos & Cyrino, 2000; Schumpeter, 2003). Defende que o impulso fundamental da economia é dado por novos produtos, por novos métodos de produção e de transporte, por novos mercados e por novas formas de organização. Defende também que a criação destrutiva altera, em velocidades diferentes, os atributos e as forças competitivas das firmas, grupos estratégicos e setores industriais.

Dado que a mudança não é facilmente previsível, há duas situações extremas onde lucros extraordinários podem ser obtidos. De um lado, empresas podem garantir seu desempenho através da sorte: ter o produto certo, no tempo certo, no lugar certo, sucessivamente, ao longo das mudanças de cenário (Barney, 1986b). Por outro lado,

empresas podem focar sua estratégia na inovação, obtendo vantagens ao se preparar para o futuro (Barney, 1986ab, Penrose, 1958).

#### 2.3.5.6. INCERTEZA

Porque o futuro não será como o presente, fornecedores e consumidores precisam conviver com cenários incertos (Alchian, 1950). A incerteza atua sobre a quebra de duas premissas do mercado perfeito: da escolha racional dos agentes e do mercado estacionário. Sob situação de mercado perfeito o desempenho é determinado pela inevitabilidade das consequências das escolhas. Sob situação de incerteza, a sorte se torna um elemento substancial para o desempenho das firmas. Um segundo elemento é a habilidade de adaptação à incerteza (Alchian, 1950, Teece, Pisano, & Shuen, 1997).

Quando cenários são incertos, a maximização da utilidade deixa de ter sentido como orientação para a ação. Sob situação de incerteza, cada ação a ser escolhida, ao invés de um único resultado previsível e inevitável, tem uma gama de resultados potenciais vezes não conhecidos e com impacto no desempenho pouco previsível (Tinter, 1941). Quando a ação é tomada, apenas um desses resultados potenciais se realizará e, como os resultados são avaliados *a posteriori*, nunca poderão ser comparados às ações deixadas para trás (Tinter, 1941; Alchian, 1950). *A priori*, todos os métodos de redução e distribuição da incerteza envolvem custos e dependem do grau de mudança de cenários (Knight, 1921).

Uma vasta literatura em Estratégia Empresarial visa analisar o impacto da incerteza no processo decisório e no desempenho. A incerteza gera diferentes expectativas em relação ao futuro e consequentemente a falta de convergência na conduta estratégica dos agentes econômicos. Nesse sentido, a incerteza provoca imperfeições de mercado de forma indireta, mas com grandes consequências sobre a capacidade das empresas em gerar lucros extraordinários.

Ciente da incapacidade dos agentes em antecipar o futuro, Alchian (1950, p.211) introduz os conceitos de comportamento adaptativo, imitativo ou de tentativa e erro na busca de lucros positivos, cujos resultados são suficientes, mas não maximizados. Para ele, esse é o princípio pelo qual o sistema econômico seleciona os sobreviventes.

Aqueles que sofrem perdas tendem a desaparecer. Assim, o autor introduz a noção de superioridade relativa, adotada mais tarde por Porter (1979), em seu modelo de cinco forças: “*As in a race, the award goes to the relatively fastest, even if all the competitors loaf. Even in a world of stupid men, there would still be profits*” (Alchian, 1950, p.213). Alchian também analisa a relação entre incerteza, ousadia e sorte: “*Also, the greater the uncertainties of the world, the greater is the possibility that profits would go to venturesome and lucky rather than to logical, careful, fact-gathering individuals*” (Alchian, 1950, p.213).

Daft e Weick (1984), assumindo a racionalidade limitada dos agentes e a incerteza do ambiente, defendem que organizações agem como sistemas interpretativos. Definem quatro formas de interpretar o mundo: (1) ordenando-o (*enacting*), (2) descobrindo-o, (3) vendo-o de forma indireta ou (4) condicionada. Também, rompendo com a premissa econômica que o todo é a soma das partes, os autores assumem que o sistema interpretativo da organização é diferente dos individuais. A convergência desses sistemas faz parte da ação organizacional (Hedberg, 1981, Weick, 1979, 1995; Dark & Weick, 1984).

PRESSUPOSTO QUANTO AO AMBIENTE	NÃO ANALISÁVEL	<p>Visão Indireta (Undirected Viewing)</p> <p>Interpretações restritas, falta de rotinas, dados informais, palpites, rumores.</p>	<p>Ordenação (enacting)</p> <p>Experimentações, testes, coerção, inventar o ambiente. Aprender fazendo.</p>
	ANALISÁVEL	<p>Visão Condicionada (Conditioned Viewing)</p> <p>Interpretações restritas às fronteiras passadas. Interpretações passivas. Rotina, dados formais.</p>	<p>Descobrimto (Discovering)</p> <p>Pesquisas formais, questionamentos, detecção ativa.</p>
		PASSIVA	ATIVA
		POSTURA ORGANIZACIONAL	

QUADRO 2 - FORMAS INTERPRETATIVAS FRENTE À INCERTEZA  
Adaptado de Dark e Weick (1984, p.289)

March (1991) contribui ao campo com sua análise do impacto do processo adaptativo no desempenho. A exploração (*exploration*) de novas possibilidades sem a exploração (*exploitation*) de velhas certezas incrementa o custo da experimentação sem que seus

benefícios gerem lucros. Por outro lado, organizações que se empenham na exploração do existente, excluindo a descoberta de novas possibilidades, diminuem suas chances de sobrevivência. Deduz que é necessário um balanço apropriado entre a busca de resultados de curto prazo gerados pela *exploitation* com a busca de resultados no longo prazo da *exploration* para a sobrevivência das empresas.

Assim, a incerteza tem dois possíveis impactos sobre o desempenho da firma. Frente ao total acaso característico de um ambiente imprevisível (*chance-dominated environment*), a firma pode contar apenas com a sorte frente as suas estratégias de tentativa e erro na busca de lucros positivos. Por outro lado, quando a incerteza é parcial, ou seja, permite que a empresa se utilize de processos de escolha, pode-se considerar que o desempenho superior foi devido em grande parte às suas capacidades dinâmicas em gerar flexibilidade para atender ou antecipar-se as mudanças do mercado (Alchian, 1950; Davis, Eisenhardt, & Bingham, 2007). Assim, incluiremos no estudo empírico objeto desta tese apenas os elementos de imprevisibilidade que levam a sorte contribuir para o desempenho, uma vez que a incerteza parcial foi tratada no item das capacidades dinâmicas.

#### 2.3.6. LUCROS EXTRAORDINÁRIOS OBTIDOS PELA REGULAÇÃO DO ESTADO

A tese central da obra de Adam Smith (1904), considerado o pai do liberalismo econômico, é que a regulação governamental não é necessária para o sistema econômico funcionar e garantir o bem-estar social. A economia pode ser coordenada pela “mão invisível”, ou seja, pela competição que garante a obtenção de preços mínimos pelo mecanismo de lucros decrescentes.

A economia do Brasil, influenciada pelo estruturalismo keynesiano (Simonsen, 1969), é dirigida por um Estado forte e interventor. Crítica do liberalismo econômico, essa escola de pensamento difundiu-se no Brasil, onde a moral católica igualitária já se fazia presente, pois demonstrava que a interferência nos mecanismos de mercado deveria ser vista como necessária “não apenas de um ponto de vista moral”, pois podia ser demonstrada “a partir de um raciocínio estritamente econômico” (Versiani, 1986:267). Keynes (1936) afirma que não

existem evidências empíricas de que a política de investimentos socialmente vantajosa coincida com a que a mais lucrativa. Defende que a economia é instável e que o pleno emprego só é possível através da intervenção governamental. Através de investimentos públicos, o Estado é capaz de regular a diferença entre os resultados reais e potenciais da economia. É importante notar que se pode facilmente exagerar aspectos intervencionistas da teoria de Keynes para justificar o excesso do poder do Estado no Brasil (Versiani, 1986). Também é importante notar que o governo brasileiro foi igualmente influenciado por outras vertentes de pensamento, divergentes em diversos graus do liberalismo. É o caso da economia do subdesenvolvimento que trata de características econômicas únicas, não encontradas nas constroverências teóricas sobre economias de países desenvolvidos (Bielschowsky, 1988; Versiani, 1986). Porém, o foco aqui é apenas identificar o Estado Brasileiro como ator de imperfeições que criam assimetrias na competição das empresas.

#### 2.4. CONSOLIDAÇÃO DAS IMPERFEIÇÕES DE MERCADO EM VARIÁVEIS.

Neste capítulo, houve uma tentativa exaustiva de listar as imperfeições de mercado passíveis de serem exploradas por empresas de alto desempenho. Essas imperfeições foram divididas nos seis grandes grupos de quebra de premissas do mercado perfeito, (1) poder do fornecedor, (2) poder do cliente, (3) heterogeneidade, (4) racionalidade limitada dos agentes, (5) mudanças no tempo e (6) regulação do Estado. Inicialmente houve uma tentativa de se utilizar, como variáveis deste estudo, as vinte e duas categorias de imperfeições listadas entre os seis grandes grupos, além das subdivisões propostas na categoria de recursos idiossincráticos. Porém, a fonte de dados escolhida (relatórios de Bancos de Investimentos e Corretoras de Valores) limitou a identificação a dezoito categorias de imperfeições, sendo que um a categoria – TAMANHO – foi subdividida em dois subgrupos – TAMANHO e TAMANHO DO GRUPO – pois os dados mostraram que o poder de barganha de diversas empresas advinha de um nível superior ao da gestão da empresa. O efeito do TAMANHO DO GRUPO se assemelha teoricamente ao efeito corporação já que grandes grupos de acionistas podem possuir recursos raros, valiosos e de difícil imitação que podem ser compartilhados pelas firmas que a ela pertencem (Goldzmidt et al, 2007), porém o efeito corporação trata de um nível inferior, da relação das unidades de negócios com a entidade Empresa.

Chegou-se então finalmente às dezenove variáveis, consideradas na fase de análise com a metodologia QCA, listadas no QUADRO 3.

ITEM DO CAPITULO 2.3 GRUPOS DE IMPERFEIÇÕES DE MERCADO		VARIÁVEIS DA PESQUISA	NÚMERO DA VARIÁVEL	GRUPO
<b>2.3.1. Poder do Fornecedor.</b>				
2.3.1.1.	Concentração	Concentração	1	Poder
2.3.1.2.	Tamanho	Tamanho	2	
		Tamanho do Grupo	3	
2.3.1.3.	Diversificação	Diversificação	4	
2.3.1.4.	Integração Vertical	Integração Vertical	5	
2.3.1.5.	Conluio e Alianças Horizontais	Alianças Horizontais	6	
<b>2.3.2. Poder do Consumidor</b>				
2.3.2.	Poder do Consumidor	Acesso Privilegiado MP/MO	12	Exclusividade
<b>2.3.3. Heterogeneidade</b>				
2.3.3.1	Recursos Idiossincráticos	Recursos Físicos, Tecnológicos e Qualidade	7	Exclusividade
		Recursos Gerenciais	8	
2.3.3.2.	Diferenciação	Diferenciação de Produtos	9	
2.3.3.3.	Legitimidade	Legitimidade	10	
2.3.3.4.	Imperfeições no Mercado de Fatores	Recursos	7,8,10	
2.3.3.4.1.	Imperfeições no Mercado de Matérias Primas	Acesso Privilegiado MP/MO	12	
2.3.3.4.2.	Imperfeições no Mercado de Mão de Obra			
2.3.3.5.	Imperfeições Espaciais	Recurso Localidade	11	
<b>2.3.4. Imperfeições dos Agentes</b>				
2.3.4.1.	Racionalidade Limitada dos Gestores	Recursos Gerenciais	8	Exclusividade
		Recursos Dinâmicos	16	Agilidade
2.3.4.2.	Racionalidade Limitada dos Consumidores	Tratado apenas indiretamente pela diferenciação		
<b>2.3.5. Imperfeições Temporais</b>				
2.3.5.1.	Demanda não estável	Crescimento da demanda	13	Agilidade
2.3.5.2.	Crescimento Orgânico	Crescimento Orgânico	14	
2.3.5.3.	Crescimento por Fusões e Aquisições	Crescimento por Fusões e Aquisições	15	
2.3.5.4.	Capacidades Dinâmicas	Capacidades Dinâmicas	16	
2.3.5.5.	Inovação	Inovação	17	
2.3.5.6.	Incerteza	Sorte	18	
<b>2.3.6. Regulação do Estado</b>				
2.3.6.	Regulação do Estado	Governo	19	Regulação

QUADRO 3 – RESUMO DAS IMPERFEIÇÕES DE MERCADO

## 2.5. CONFIGURAÇÕES ORGANIZACIONAIS E A QCA

*While I sometimes have the ambition of truly redesign social inquiry, it's a huge task that will require the work of many thoughtful scholars over several decades. (Ragin, 2008, p.1)*

A abordagem configuracional defende, da mesma forma que a abordagem contingencial, que atributos ambientais, tecnológicos e estruturais interagem restringindo a gama de formas organizacionais viáveis (Meyer, Tsui, & Hinings, 1993). Contrariamente às grandes e potencialmente universais teorias sociais, buscam formar teorias de “*medium range*”, que expliquem fenômenos complexos contextualizados (Rihoux & Ragin, 2009).

A principal diferença entre as duas abordagens é que a tipologia contingencial parte de poucas abstrações teóricas de variáveis e estruturas para determinar as contingências. Já a abordagem configuracional defende uma visão holística. Sugere que as organizações devem ser compreendidas como conjuntos de estruturas e práticas interconectadas (Fiss, 2007).

Trabalhos acadêmicos do campo da teoria organizacional são divididos normalmente em dois grupos: as tipologias e as taxonomias (Meyer et al, 1993). Tipologias normalmente são constituídas *a priori* apoiando-se sobre conceitos teóricos, para depois serem testadas empiricamente. Seguem essa fórmula tipologias famosas como as de Mintzberg (1979) e de Miles e Snow (1978). Já os taxonomistas induzem classificações organizacionais ou estratégicas a partir de dados empíricos. As variáveis podem englobar estruturas, processos, estratégias e contextos. Segue essa fórmula diversas pesquisas sobre Grupos Estratégicos (Hatten & Hatten, 1987; Hatten, Schendel, & Cooper, 1978; Harrigan, 1983). Porém as taxonomias têm perdido espaço na literatura do campo devido à carência de rigor teórico e empírico refletidos em seus resultados (Fiss, 2007). Empiricamente, até hoje não se pode provar que Grupos Estratégicos são reais, nem falsificar a tese de que não são produtos artificiais criados pela Análise de Clusters (Tang & Thomas, 1992, Thomas & Venkatraman, 1988; McGee & Thomas, 1986; Hatten & Hatten, 1987; Osborne, Stubbart, & Ramaprasad; 2001). Os estudos também não se utilizam de uma base teórica comum (Barney & Hoskisson,

1990; Short *e al.*, 2007; Osborne et al, 2001, Thomas & Venkatraman, 1988). Assim, a escolha das variáveis, as interpretações dos construtos e a não robustez dos resultados geram pouco ou nenhum consenso sobre as relações causais sobre o desempenho (Bacharach, 1989, Barney & Hoskinson, 1990; Hoskisson, Hitt, Wan, & Yiu, 1999).

Fiss (2007) defende que muitos problemas encontrados nos estudos sobre Configurações Organizacionais são gerados pela falta de correspondência entre método e teoria. Configurações Organizacionais têm relações constitutivas que exigem causalidade complexa, relações não lineares e não simétricas como, também, equifinalidade. Porém, os métodos estatísticos utilizados no campo desconsideram essas premissas.

Fiss (2007) sugere o uso da teoria dos conjuntos que usa a álgebra booleana como base lógica, como a Análise Qualitativa Comparativa (QCA) desenvolvida por Charles Ragin (Ragin, 2008; Rihoux & Ragin, 2009). No modelo mais simples, a *Crisp QCA*, transformam-se as variáveis em unidades dicotômicas indicando seu pertencimento ou não a um conjunto, conforme as premissas da álgebra booleana de falso (0) ou verdadeiro (1). Técnicas mais avançadas como o *Multi-Value QCA* e a *Fuzzy QCA* permitem o uso de variáveis intervalares.

Em sua base, a QCA visa identificar duas premissas essenciais às hipóteses de causalidade de um fenômeno: necessidade e suficiência. Causas únicas de um fenômeno são necessárias e suficientes à sua ocorrência. Causas combinadas são necessárias, mas unitariamente insuficientes à ocorrência de um fenômeno. Porém, a grande contribuição da QCA é identificar situações onde exista (1) causalidade complexa, (2) causalidade assimétrica, (3) relações não lineares, (4) equifinalidade e (5) multifinalidade,

1. A causalidade complexa, chamada por Rihoux e Ragin (2009) de causalidade múltipla conjuntural, considera que cada caso individual é uma combinação complexa de propriedades, um todo específico que não poder ser perdido em desmembramentos de variáveis. Os casos precisam ser bem conhecidos ao invés da prática do anonimato característico das técnicas qualitativas. Prevê consultas múltiplas e o diálogo contínuo entre casos e teorias.

2. O pressuposto da assimetria causal é a essência da QCA e existe quando a ocorrência de um fenômeno e sua não ocorrência requerem análises separadas e explicações diversas. Utilizando-se de um exemplo de Ragin (2008 p.15): se considerarmos duas afirmações: (1)

países desenvolvidos são democráticos e (2) diversos países não desenvolvidos também são democráticos. Para que haja correlação, a segunda afirmação deveria ser (3) países não desenvolvidos não são democráticos. Porém, pela teoria de conjuntos, as duas primeiras afirmações são constitutivas e perfeitamente relacionadas: países desenvolvidos é um subconjunto de países democráticos. Isso significa que ser um país desenvolvido é um fator suficiente para a existência da democracia, porém não necessário.

3. A QCA não considera que as relações sejam lineares, como ocorre nas análises de correlação. Como as relações são constitutivas, um fator não tem o mesmo efeito incremental entre casos para a ocorrência de um fenômeno. Considera-se que não há aditividade, ou seja, que as condições não sejam variáveis independentes e que a intensidade de seu efeito dependa de outras variáveis relevantes (Berg-Schlosser, De Meur, Rihoux, & Ragin, 2009).

4. A QCA é uma técnica a ser utilizada quando há a premissa de equifinalidade, ou seja, quando há casos onde diferentes combinações de fatores podem gerar o mesmo fenômeno. Assim, a combinação de condições é suficiente, mas não necessária à existência de um fenômeno, já que padrões alternativos podem ter os mesmos resultados (Rihoux & Ragin, 2009).

5. A multifinalidade, inversamente à equifinalidade, existe quando uma mesma condição pode gerar resultados diferentes em contextos ou tempos diversos, ou seja, seu resultado é contextual.

Além das cinco particularidades acima listadas, a QCA também rejeita qualquer forma permanente de causalidade e pressupõe que condições que expliquem apenas um caso são tão importantes quanto as que explicam vários casos, já da mesma forma implicam em diversidade causal (Ragin, 1987). Porém, em comum com todas as técnicas quantitativas, a QCA admite o postulado de que existam regularidades causais nos fenômenos sociais (Ragin, 1987; Rihoux & Ragin, 2009).

É verdade que, havendo amostras suficientes, técnicas estatísticas como a análise fatorial e análise discriminante permitem identificar casos de equifinalidade, mas pressupõem causalidade simétrica. É verdade também que o uso da teoria de conjuntos com finalidade científica parece primário frente à possibilidade de uso de avançadas técnicas estatísticas

(Ragin, 2008). King, Keohane e Verba (1994) criticam duramente a comum (e aqui utilizada) técnica de selecionar casos pela variável dependente e procurar condições causais compartilhadas entre múltiplas instâncias com o mesmo resultado. Para os autores, abandonar essa prática não científica é um dos elementos necessários para conciliar técnicas qualitativas e quantitativas. Porém, não há necessidade de conciliação das técnicas, já que as premissas e funções das duas abordagens são diferentes.

Chamberlin (1956), tratando de elementos de monopólio, é feliz quando afirma que a combinação dessas imperfeições se assemelha a um processo químico:

*This is more serious because the mixture of two forces is a chemical process and not merely a matter of addition. Slight elements of monopoly have a way of playing unexpected logical tricks, with results quite out of proportion to their seeming importance. (Chamberlin, 1956, p.3)*

As relações na química são complexas, elementos comportam-se com multifinalidade, não há aditividade e a emergência de propriedades físicas e químicas é contingencial, às vezes dependente da ação de catalizadores ou iniciadores. Também, na química pode ser mais interessante comparar propriedades ou configurações de polímeros (selecionar os casos pela variável dependente) que compará-las com configurações de monômeros (casos sem o *outcome*) ou tentar identificar o número de moléculas de carbono necessárias à sua emergência (suficiência).

No QUADRO 4, resumo as principais semelhanças e diferenças entre a metodologia QCA e os principais métodos quantitativos utilizados no campo das ciências sociais.

TÉCNICAS QUANTITATIVAS	QCA
Exige robustez teórica	Exige robustez teórica
Evita explicações individuais	Evita explicações individuais
Ferramenta replicável e formalizada	Ferramenta replicável e formalizada
Amostra aleatória	Seleção intencional dos casos, para incluir casos típicos, exceções e/ou <i>outliers</i> .
Generalização estatística	Generalização modesta, limitada no tempo e no espaço.
Causalidade única ou múltipla	Causalidade múltipla conjuntural
Universalidade ou equifinalidade	Equifinalidade
Unifinalidade	Multifinalidade
Relações lineares causais e aditividade	Relações constitutivas e não aditivas
Simetria causal	Assimetria causal
Desmembra os casos em um conjunto de variáveis independentes.	Desmembra casos em um conjunto de atributos inter-relacionados.
Foco nas variáveis e nas relações entre variáveis causais e dependentes.	Foco em configurações de variáveis que resultem em diferentes resultados.
Número de vezes que a variável independente é observada é relevante (quantificação das ocorrências).	Número de observações dos atributos não é relevante (não há quantificação de ocorrências)
Casos podem ser analisados de forma anônima. Possível manipulação de variáveis.	Casos são conhecidos e manipulados. Há transparência na intervenção sobre os dados, vista como um incremento substantivo do conhecimento teórico.

#### QUADRO 4 – PREMISSAS DA QCA E DOS MÉTODOS QUANTITATIVOS

FONTE: RESUMO ELABORADO A PARTIR DOS LIVROS CONFIGURATIONAL COMPARATIVE METHODS DE RIHOUX E RAGIN (2009) E REDESIGNING SOCIAL INQUIRY DE RAGIN (2008)

## 2.6. OS MÉTODOS DE MILL E A ÁLGEBRA BOOLEANA

A lógica fundamental que sustenta o método comparativo QCA, na sua modalidade dicotômica (crisp) operacionalizada pelo algoritmo de Quine-McCluskey do programa fsQCA 2.0 (Ragin, Drass, & Davey, 2006) é baseada em duas regras de pesquisa indutiva dos “Métodos de Mill” (Mill, 1852): a da concordância e a da diferença. A regra da concordância pode ser assim descrita: se duas ou mais instâncias de um fenômeno sob investigação têm apenas uma circunstância em comum, esta será a causa ou o efeito do fenômeno. Em contraste, a regra da diferença elimina variáveis que se apresentam em casos onde não há ocorrência do fenômeno. Assim, se um fenômeno ocorre em uma instância e não em outra, e as duas instâncias têm todas as circunstâncias em comum exceto uma, presente na primeira e não na segunda, a tal circunstância é o efeito ou causa do fenômeno (Mill, 1852; Rihoux & Ragin, 2009). A partir dessas duas regras primárias, Mill (1852) desenvolve o método conjunto de concordância e diferença. Assim, se duas ou mais instâncias onde um fenômeno ocorre têm somente uma circunstância em comum, enquanto em duas ou mais outras instâncias onde o fenômeno não ocorre não têm nada em comum exceto a falta daquela circunstância, a circunstância na qual as instâncias diferem, é o efeito, ou a causa, ou necessariamente parte da causa do fenômeno<sup>5</sup>.

Métodos que utilizam essas regras são considerados quase-experimentais já que os resultados dependem da capacidade de isolar fatores verdadeiramente relevantes. Não são totalmente dedutivos e capazes de provar uma relação causal, já que não há controle sobre outros fatores além dos estudados. Contudo, são ferramentas valiosas às Ciências Sociais, pois possibilitam

---

<sup>5</sup> Um exemplo simples de dedução diária pode ser dado. (1) regra da concordância: Se três pessoas comeram um bolo e duas delas comeram também ovos e as três passaram mal, apenas o bolo pode ser considerado causa do fenômeno “passar mal”. (2) regra da diferença: se uma pessoa comeu bolo e ovos e outra apenas ovos, a primeira se sentiu mal e a segunda não, o bolo pode ser considerado causa do fenômeno “passar mal”. (3) método conjunto de concordância e diferença: se uma pessoa que passou mal comeu bolo, ovos e carne, outra que passou mal comeu bolo e ovos; se uma pessoa que não passou mal comeu carne e ovos e outra que não passou mal comeu apenas carne, então bolo é causa ou parte da causa do fenômeno “passar mal”.

a eliminação de fatores irrelevantes ou falsas hipóteses, estando de acordo com o princípio de falsificação de Popper (Rihoux & Ragin, 2009; Popper, 1959).

A QCA normalmente é utilizada para tratar simultaneamente casos com resultados positivos e negativos. Porém, dada uma situação de assimetria causal, a lógica pode ser utilizada para tratar somente casos positivos ou negativos buscando encontrar similaridades em sistemas heterogêneos (MDSO – *Most Different, Similar Outcome*), que é o caso deste estudo (Berg-Schlosser & De Meur, 2009). Parte-se do pressuposto que as populações diferenciam-se apenas em um número restrito de variáveis e que diferenças não podem explicar similaridades (Przeworski & Teune, 1970). O contraste dos casos elimina os fatores observados que não são comuns aos casos selecionados. Os fatores comuns são, portanto, isolados como possíveis causas do resultado estudado.

Tomada isoladamente, a metodologia MDSO não se utiliza de todas as etapas do método quase experimental de Mill (1852). Para conhecer a verdadeira relação entre causa e efeito, é necessário estudar as condições onde a causa está presente sem a consequência (Anckar, 2005), o que exige a confrontação com casos semelhantes e de resultado ausente (MSDO – *Most Similar, Different Outcome*). Porém essa confrontação exige simetria causal além da existência de casos semelhantes com resultados diferentes para serem confrontados, o que não é o caso das empresas monopolistas. A inovação deste estudo em relação à metodologia MDSO convencional é a utilização de um caso teórico negativo que é a situação de mercado perfeito, ou seja, se nenhuma imperfeição de mercado for explorada, não há desempenho superior. Essa solução permite a utilização do programa QCA que não tem recursos para processar apenas casos positivos.

---

### 3. METODOLOGIA DE PESQUISA

---

#### 3.1. RESUMO DA METODOLOGIA

Este capítulo trata da metodologia utilizada para (1) a seleção de casos – empresas de alto desempenho listadas na BMF&Bovespa –, (2) a coleta de informações sobre as imperfeições de mercado exploradas por essas empresas no período de janeiro de 2005 a dezembro de 2009 e (3) tratamento desses dados para a identificação das imperfeições de mercado necessárias ao alto desempenho.

Para a seleção de casos, foi extraída da base de dados Economatica a lista de empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na BMF&Bovespa no período de janeiro de 2005 a dezembro de 2009. Quinze empresas foram selecionadas a partir da análise de seus dados contábeis: AES Tiete, Souza Cruz, Natura, American Banknote, Confab, Comgas, Tractebel, CPFL, CCR, Telesp, Eternit, Iochpe-Maxion, Petrobras, Vale e Usiminas.

Para a coleta de informações sobre essas empresas foram obtidos, através da base de dados Internet Secure ou do contato direto com Bancos ou Corretoras de Valores, relatórios de análise de resultados cobrindo o período de janeiro de 2005 a dezembro de 2009. Os relatórios foram analisados e tabulados através da metodologia de análise de conteúdo - mais especificamente análise categorial de conteúdo semântico, com categorização prévia das variáveis.

As informações foram tratadas pela Metodologia Qualitativa Comparativa (*QCA – Qualitative Comparative Analysis*) em sua versão MDSO (*Most Different, Similar Outcome*). Esse tratamento foi feito em duas fases visando a identificação das imperfeições necessárias ao desempenho superior. Na primeira fase, todas as empresas foram analisadas simultaneamente pressupondo homogeneidade externa. Na segunda fase as empresas que mostraram maior divergência configuracional, as concessões, foram separadas para identificar configurações com maior homogeneidade intraconjunto.

### 3.2. SELEÇÃO DAS EMPRESAS DE ALTO DESEMPENHO

A falta de consenso teórico em relação aos objetivos das empresas e à consequente métrica do desempenho faz com que a escolha dos indicadores dependa da proposta de cada estudo (Bandeira-de-Melo & Marcon, 2006). Como este estudo é exploratório e inaugura o uso da metodologia QCA para identificação de imperfeições de mercado, utiliza uma dimensão de desempenho primária, ou seja, a rentabilidade operacional, uma exigência mínima que permitirá comparações posteriores com medidas multidimensionais. Essa escolha também permite incluir o CRESCIMENTO como variável explicativa, já que não é considerada no desempenho operacional. As empresas com coeficientes de rentabilidade operacional acima de um desvio-padrão da média das empresas listadas na BMF&Bovespa foram selecionadas como casos típicos de alto desempenho (ver seleção de casos do QCA no Quadro 4).

As etapas utilizadas para a seleção dos casos foram as seguintes:

- (1) Da base de dados Economatica, foram extraídos dados contábeis das empresas listadas na BM&FBovespa entre os anos 2005 e 2009.
- (2) Do total de 324 empresas listadas, 47 (instituições financeiras, fundos de participação e holdings) foram excluídas por apresentarem resultados contábeis não comparáveis. Outras 49 empresas foram eliminadas pela descontinuidade de dados nos anos analisados ou por encontrarem-se sob recuperação judicial.
- (3) A média da rentabilidade operacional das 228 empresas pré-selecionadas, considerados o período 2005/2009 foi calculada (0,077), bem como seu desvio-padrão (0,095).
- (4) As vinte e seis empresas com rentabilidade operacional acima de um desvio padrão sobre a médias das empresas listadas foram consideradas como de “alto desempenho” e foram selecionadas para o estudo. Das vinte e seis empresas selecionadas, quatro tiveram desempenho instável, com desvio padrão (do LO/A entre 2005 e 2009) acima de 0,15 e foram eliminadas do grupo selecionado (Schlosser, Haga S/A, Bombril e Odontoprev). Também foram verificados o desempenho dessas empresas em relação ao Lucro Líquido

sobre Ativos e Lucro Líquido sobre Patrimônio Líquido e foram eliminadas as de Patrimônio Líquido negativo já que indicam alto nível de endividamento, superior a seus ativos (eliminada mais uma empresa, a Aço Altona, além da Bombril, Schlosser, Haga S/A). Finalmente mais cinco empresas tiveram que ser eliminadas por falta de cobertura de analistas durante o período da análise (Metisa, Electro, Coelba, Ecorodovias) ou por ter sido adquirida (Aços Villares). A análise da CPFL Piratininga e CPFL foram unificadas, o que levou a uma seleção final de quinze empresas.

CLASSIFICAÇÃO	NOME	CLASSIFICAÇÃO SETORIAL BOVESPA	MÉDIA LO/AT	DP DA MÉDIA LO/AT	MEDIA LL/A	MEDIA LL/PL
1	AES Tiete	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	0,438	0,070	0,268	1,323
2	Souza Cruz	Consumo não Cíclico / Fumo / Cigarros e Fumo	0,371	0,104	0,281	0,571
3	Natura	Consumo não Cíclico / Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza / Produtos de Uso Pessoal	0,356	0,029	0,263	0,701
4	American Banknote	Bens Industriais / Serviços / Serviços Diversos	0,250	0,088	0,171	0,254
5	Confab	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Artefatos de Ferro e Aço	0,234	0,108	0,162	0,282
6	Comgas	Utilidade Pública / Gás / Gás	0,228	0,039	0,127	0,384
7	Tractebel	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	0,226	0,025	0,150	0,346
8	CPFL Piratininga	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	0,224	0,068	0,140	1,100
	CPFL	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	0,190	0,052	0,120	0,937
9	Cia de Concessões Rodoviárias - CCR	Construção e Transporte / Transporte / Exploração de Rodovias	0,221	0,038	0,122	0,349
10	Telesp	Telecomunicações / Telefonia Fixa / Telefonia Fixa	0,195	0,026	0,128	0,242
11	Eternit	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Materiais de Construção	0,181	0,071	0,138	0,205
12	Iochpe-Maxion	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Rodoviário	0,178	0,072	0,101	0,273
13	Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis / Petróleo, Gás e Biocombustíveis / Exploração e/ou Refino	0,177	0,034	0,108	0,235
14	Vale	Materiais Básicos / Mineração / Minerais Metálicos	0,177	0,076	0,125	0,291
15	Usiminas	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia	0,176	0,085	0,134	0,249

QUADRO 5 – EMPRESAS SELECIONADAS COMO DE ALTO DESEMPENHO

Verificou-se, finalmente, que as quinze empresas selecionadas apresentaram uma média de LL/AT e LL/PL entre 2005 e 2009 acima da média da totalidade das empresas listadas o que

confirma que elas sejam casos típicos de alto desempenho contábil. É interessante notar que o período selecionado inclui a crise econômica mundial de 2007-2008, com reflexos ainda em 2009. Assim, essas empresas foram aquelas que mantiveram alto desempenho frente às incertezas e instabilidades geradas pela crise.

### 3.3. ANÁLISE CATEGORIAL DE CONTEÚDO SEMÂNTICO

A Análise de Conteúdo é uma técnica de pesquisa que visa descrever sistemática e objetivamente um conteúdo manifesto da comunicação, tornando-o passível de tratamentos quantitativos (Manning & Cullum-Swan, 1998; Bailey, 1994).

Na versão categorial, parte-se de um conjunto de categorias exaustivas e mutuamente exclusivas e verifica-se se a categoria é observada nos documentos estudados (Bailey, 1994). Essa técnica permite utilizar como unidade de análise tanto palavras como frases ou temas manifestos (Dellagnelo & Carvalho e Silva, 2005).

Diferentemente da versão tradicional da metodologia de Análise de Conteúdo que usa a palavra como unidade de análise, a versão semântica parte da identificação de sentidos expressos em unidades linguísticas superiores (Dellagnelo & Carvalho e Silva, 2005). Apesar do uso da palavra como unidade de análise permitir sua contagem, a análise de sua frequência e o uso de recursos estatísticos dos métodos quantitativos, a palavra é uma unidade de significação simples, que restringe a identificação de informações presentes em substituições linguísticas complexas. Na versão semântica da metodologia, identifica-se, em frases, enunciados e discursos, combinações e substituições semânticas que comunicam mensagens semelhantes, bem como mensagens implícitas. Para captá-las e inferi-las, pesquisadores devem considerar que seu repertório semântico se sobreponha ao dos autores e que tenha capacidade de interpretar sistemas específicos, locais e temporais da linguagem em uso (Bardin, 1994).

Assim, ignorando o paradigma da compartimentalização científica que cria oposição entre funcionalismo e interpretacionismo (Burrell & Morgan, 1979), o uso da versão semântica permite adotar a premissa ontológica de que a realidade é simultaneamente objetiva e

subjetiva. Combina-se objetivismo com nominalismo, pressupondo que fenômenos sociais existam independentemente do conhecimento que se tem sobre eles. Por outro lado, admite-se que seus significados dependam de estruturas interpretativas que não podem ser perfeitamente observadas e que moldam o fenômeno social no tempo e no espaço (Pagés, 1987). Quanto à premissa epistemológica, defende-se que o discurso é tanto individual quanto da coletividade que dele se apropria de forma sucessiva e recursiva (Dellagnelo & Carvalho da Silva, 2005; Pagés, 1987).

### 3.3.1. CATEGORIZAÇÃO

Neste trabalho, a Análise de Conteúdo foi feita através da categorização prévia das variáveis (Bailey, 1994) - as imperfeições de mercado - fundamentadas pelo referencial teórico apresentado no capítulo 2.3., resumidas no QUADRO 3 (p. 46) e no QUADRO 8 (p. 60).

### 3.3.2. FONTES DE INFORMAÇÕES QUALITATIVAS SOBRE AS EMPRESAS

Este estudo baseia-se em dados secundários: relatórios gerados entre os anos 2005 e 2009 por Corretoras de Valores ou Bancos de Investimentos que cobrem empresas de capital aberto na BMF&Bovespa. Parte dos relatórios foi compilada da base *Internet Secure*. Outra, foi obtida através de contatos direto com as corretoras.

### 3.3.3. TABULAÇÃO, EXPLORAÇÃO E CATEGORIZAÇÃO DAS INFORMAÇÕES QUALITATIVAS

O conteúdo dos relatórios de cada empresa foi compilado em um QUADRO e organizado em ordem de data. Garantiu-se que, para cada empresa, houvesse relatórios de ao menos três corretoras distintas. Todos dados contábeis e suas análises foram excluídos a não ser quando apresentados em forma de texto.

EMPRESAS		NÚMERO DE RELATÓRIOS COMPILADOS	NUMERO DE CORRETORAS
1	AES Tiete	17	3
2	Souza Cruz	22	5
3	Natura	20	5
4	American Banknote	16	4
5	Confab	16	4
6	Comgas	12	5
7	Tractebel	14	5
8	CCR	24	4
9	Telesp	17	5
10	CPFL	9	3
11	Eternit	22	3
12	Iochpe-Maxion	20	4
13	Petrobras	76	7
14	Vale	70	6
15	Usiminas	16	5

QUADRO 6 – NÚMERO DE RELATÓRIOS COMPILADOS POR EMPRESA

Criado um arquivo para cada empresa, cada relatório foi lido e interpretado. Frases que indicam a exploração de falhas de mercado foram (1) identificadas por números e realçadas em negrito, (2) a elas foram conferidos rótulos conforme variáveis definidas na fase de categorização (Patton, 1990) e (3) identificadas em uma coluna criada especificamente para esse fim, conforme exemplo no QUADRO 7 abaixo. Às vezes o texto indica fatores que contribuíram para perda de desempenho e nesses casos o texto foi realçado em negrito e itálico. Frases do tempo futuro não foram consideradas. Foram retidas aquelas no tempo pretérito e presente. (os quadros completos da AES Tietê e Souza Cruz estão no apêndice).

Falha Detectada	Fonte		Texto transcrito da Fonte - excluídas as tabelas (“Ipsis Litteris” exceto negritos, fonte em itálico e numeração correspondentes às falhas detectadas)
	Corretora	Data	
(1) Diversificação (2) Integração Vertical (3) Reputação (4) Diferenciação (5) Localidade (6) Alianças	Datamonitor	30/06/2005	Natura Cosméticos is a Brazilian manufacturer of cosmetics, <b>producing a full range of cosmetic products. These include perfumes, make up and hair care products (1,4).</b> Many are created using traditional methods given a contemporary spin. <b>The company operates under direct sale principals, with thousands of Natura consultants marketing products to public and business customers. Natura also has an Internet retail venture (2). The company uses environmentally friendly refillable packaging, and runs a number of philanthropic projects, including the Crer para Ver scheme, designed to improve the quality of education in public schools (3).</b> Natura Cosméticos’ principal activities are the <b>development, industrialization, distributions and commercialization of cosmetics and healthcare products (2,1), which emphasize natural ingredients from Brazil’s Amazon and other regions(4).</b> The Group also operates as holding company <b>investing in local and foreign companies (5,6).</b> The company is headquartered in Sao Paulo, Brazil. For the fiscal year ended December 2003, the company reported revenues of \$495 million. The following companies are the major competitors of Natura Cosméticos SA: L’Oreal S.A., Revlon, Inc., Avon Products.

QUADRO 7 – EXEMPLO DE TABULAÇÃO E EXPLORAÇÃO DOS DADOS

Imediatamente após a leitura dos relatórios, foram preenchidas as fichas com variáveis multivaleores. A escala multivaleores foi criada para facilitar o ponto de corte para a metodologia dicotômica. Partiu-se da tentativa de criar cinco graus de pertencimento para cada variável e chegou-se a três ou quatro graus após a leitura dos relatórios. (Quadro 8). Essa solução para a questão de definição do ponto de corte pareceu bastante satisfatória dado o grau de concordância da análise dos pares (Quadro 9).

Grupo		Código Variável	Variável	Pertencimento Crisp	Descrição grau de pertencimento (multivalor)
Poder	1	MONO	Concentração	(3) e (2) Sim (1) e (0) Não	A “EMPRESA” é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.
	2	SIZE	Tamanho	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA
	3	GROUP	Tamanho Grupo	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (0) NDA
	4	DIVER	Diversificação	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA
	5	INTEG	Integração Vertical	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada montante ou jusante, (0) NDA
	6	ALIAN	Alianças Horizontais	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA
Exclusividade	7	RESOU	Recursos (Físicos, Processos, Qualidade)	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes; (0) NDA
	8	MANAG	Humanos e Gerencias	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA
	9	DIFER	Diferenciação de Produtos	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA
	10	LEGIT	Recursos de Legitimidade	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA
	11	LOCAL	Recursos de Rede/Localidade	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA
	12	RAWM	Acesso MP	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; (0) NDA
Agilidade	13	DEMAND	Crescimento da demanda	(2) e (1) Sim (0) Não	Os resultados da “Empresa” foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.
	14	GROWTH	Crescimento (Orgânico)	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA
	15	AQUIS	Fusões/ Aquisições	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA
	16	ADAPT	Adaptação/Capacidades dinâmicas	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.
	17	INOV	Inovação	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos*; (0) NDA
	18	LUCK	Sorte/ Incerteza	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA
Regulação	19	GOV	Governo	(2) e (1) Sim (0) Não	A “EMPRESA” (2) é uma concessão; (2) recebeu incentivos ou proteções governamentais, concessões, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA

QUADRO 8 – DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS E DA ESCALA DICOTÔMICA

Dois doutores em Estratégia Empresarial realizaram o mesmo procedimento com três empresas: Souza Cruz, CCR e Iochpe Maxion. Essas empresas foram escolhidas por representarem três conjuntos diferentes encontrados após o tratamento dos dados. Após leitura dos relatórios e preenchimento das fichas, apenas com variáveis multivalores, discutimos as diferenças e revimos nossas avaliações, transcritas no QUADRO 9.

	CÓDIGO VARIÁVEL	VARIÁVEL	SOUZA CRUZ			CCR			IOCHPE		
			AUTOR	DOUTOR 1	DOUTOR 2	AUTOR	DOUTOR 1	DOUTOR 2	AUTOR	DOUTOR 1	DOUTOR 2
1	MONO	Concentração	2	2	2	3	2/3*	3	2	2	2
2	SIZE	Tamanho	2	2	2	2	2	2	0	1	2/1*
3	GROUP	Tamanho Grupo	2	2	-/2	1	2	2	0	0	2/0*
4	DIVER	Diversificação	1	1	1	2	2/1*	1	2	2	1/2*
5	INTEG	Integração Vertical	2	2	2	0	2	2	0	1	0
6	ALIAN	Alianças Horizontais	0	1	2/0*	1	2	2	1	2/1*	0/1*
7	RESOU	Recursos (Físicos, Processos, Qualidade)	1	2	2	0	1	1	2	1	0/1*
8	MANAG	Humanos e Gerencias	1	1/2*	2	0	0	0	0	1/0*	0
9	DIFER	Diferenciação de Produtos	2	2	2	0	0	0	1	0/1*	0/1*
10	LEGIT	Recursos de Legitimidade	0	0	0	0	0	0	1	0	0
11	LOCAL	Recursos de Rede/Localidade	2	1	2/1*	1	1	1	2	1	1
12	RAWM	Acesso MP	2	2	2	0	0	0	0	0	0
13	DEMAND	Crescimento da demanda	1	0/1*	2/1*	1	2	2	1	0	2/1*
14	GROWTH	Crescimento (Orgânico)	0	0	0	0	0	0	2	0/1*	0
15	AQUIS	Fusões/ Aquisições	0	0	0	2	2	2	1	1	0/1*
16	ADAPT	Adaptação/Capacidades dinâmicas	1	1	1	0	0	0	1	1	1
17	INOV	Inovação	0	1	1	0	0	0	2	0/1*	0
18	LUCK	Sorte/ Incerteza	1	0	1	0	0	0	2	0/1*	1
19	GOV	Governo	0	0	0	2	2	2	1	1	1

QUADRO 9 – VALIDAÇÃO DA TABULAÇÃO

\* antes e depois da revisão; preenchimento em cinza das variáveis sem concordância dicotômica.

Considerando variáveis dicotômicas, a concordância para as variáveis da Souza Cruz foi de 74% antes da revisão e 84% após a revisão. A concordância referente à CCR foi de 89% antes e depois da discussão. A concordância da Iochpe-Maxion antes da discussão foi de apenas 26%. Após a revisão a concordância foi de 68%. Este caso exige algumas explicações adicionais. Primeiramente as avaliações do caso Iochpe-Maxion não foram feitas no mesmo momento que as outras duas empresas. Mostrando cansaço, os avaliadores preferiram responder o questionário em casa, onde as condições de concentração podem ser diferentes daquela possível em uma sala da biblioteca. Em relação à variável TAMANHO, a maior divergência ocorreu porque a autora desta tese assume que a empresa tem clientes e fornecedores de grande porte e, frente a eles, não tem nenhum poder de barganha. Dispõe também de dados quantitativos sobre seu TAMANHO que não estão consolidados nos relatórios. Os outros analistas consideraram seu TAMANHO em relação ao nicho que competem. Em relação à variável INTEGRAÇÃO VERTICAL, uma divergência ocorreu devido a diferentes considerações de perímetro do segmento. Em relação à LEGITIMIDADE, os dois avaliadores consideraram irrelevante a justificativa da autora, da empresa atuar no Novo Mercado da BMF&Bovespa. Em relação à CRESCIMENTO DA DEMANDA, como a demanda é muito instável e diferente para cada mercado onde a empresa atua, é difícil identificar a resultante dessas oscilações. Em relação à CRESCIMENTO ORGÂNICO, houve um problema em identificar o crescimento dos ativos através dos relatórios, evidentes na base Economatica. Em relação à INOVAÇÃO, o desenvolvimento de novos produtos para clientes nacionais e internacionais não necessariamente exige INOVAÇÃO, segundo um dos avaliadores. Porém, o autor induziu que existe inovação nesses casos para o segmento automobilístico (talvez não no de transporte ferroviário).

Apesar das limitações, os resultados da validação são bastante satisfatórios. Porém, mostram que essa metodologia teria resultados mais precisos se aplicada por um grupo de pesquisadores.

### 3.4. TRATAMENTO DOS DADOS PELA METODOLOGIA CRISP QCA

Como visto anteriormente, a abordagem configuracional parte da premissa que organizações são agrupamentos de estruturas e práticas com relações complexas cujas variáveis produzem resultados diferentes de acordo com a forma de arranjo (Fiss, 2007). Fiss (2007) defende que metodologias apoiadas sobre a álgebra booleana como o QCA são as únicas compatíveis com as premissas configuracionais. A ideia central desse método é que a relação entre variáveis deve ser compreendida pela lógica dos conjuntos, que contempla pressupostos de não linearidade, de multifinalidade (efeitos sinérgicos) e de equifinalidade (diferentes configurações poder gerar resultados similares).

Como também já visto, a QCA normalmente é utilizada para tratar simultaneamente casos com resultados positivos e negativos. Porém, dada uma situação de assimetria causal, a ferramenta pode ser utilizada para tratar somente casos positivos. Parte-se do pressuposto que as populações diferenciam-se apenas em um número restrito de variáveis e que diferenças não podem explicar similaridades (Przeworski & Teune, 1970). Os fatores comuns são isolados como possíveis causas do resultado estudado. Porém o programa desenvolvido por Ragin (Ragin, Drass et al, 2006) não processa apenas casos positivos.

A inovação deste estudo frente à metodologia MDSO convencional é que se utiliza de um caso teórico negativo (mercado perfeito) que é confrontado com os casos empíricos positivos. Ou seja, os dados empíricos das empresas de alto desempenho tabulados através da Análise Categorical de Conteúdo Semântico são inseridas no programa junto com um caso a mais: o caso teórico de mercado perfeito, onde se assume que se não houver imperfeições de mercado (todas as variáveis explicativas iguais a zero) não há desempenho superior (*outcome* igual a zero).

Porém qual é a diferença do resultado deste estudo, que usa o método MDSO com a confrontação de apenas um caso negativo, em relação ao método completo, quase-experimental? A resposta exige a explicação por partes:

(1) Na QCA a determinância de uma causa pode ser subdividida em dois conceitos complementares: necessidade e suficiência. Na causalidade complexa, tem-se que cada causa

é necessária, mas unitariamente insuficiente à ocorrência de um fenômeno. Quando se comparam apenas resultados positivos, encontram-se as causas necessárias, compartilhadas entre todos os casos.

(2) Quando o programa é utilizado com casos positivos e negativos, a suficiência pode ou não ser encontrada. Por exemplo, um grupo de empresas combinou as variáveis A, B, C, D, E e F e obteve sucesso. Uma empresa combinou as variáveis A, B, C e D e não obteve sucesso. Tem-se que  $A*B*C*D$ <sup>6</sup> é uma condição causal necessária, mas insuficiente para o desempenho. Tem-se também que  $A*B*C*D*E*F$  é uma condição causal necessária e suficiente para o desempenho. Mas não se sabe se  $A*B*C*D*E$  é uma condição causal suficiente, apesar de necessária, pois não existem casos com essa configuração. Neste caso, existe uma margem de dúvida sobre a suficiência ou não desta combinação intermediária.

(3) Quando o programa é utilizado com apenas um caso negativo, tem-se que adotar que a fórmula mais complexa é a suficiente. Não se pode saber se a empresa atingiria um resultado semelhante se combinasse menos variáveis.

(4) Portanto, respondendo à questão, o método adotado identifica a necessidade, mas indetermina a suficiência (o que também pode ocorrer com o método completo como visto no item 2). Porém, isso não é um problema se assumirmos a premissa de incerteza. Em um mundo sem incertezas, uma empresa pode reduzir a complexidade a uma configuração mínima suficiente a seu desempenho. Em um mundo incerto, a empresa sempre terá que combinar um número maior de fatores, pois em algum momento essa combinação foi ou será suficiente para gerar um resultado.

(5). A estes fatos, soma-se que a utilização de imperfeições de mercado como variáveis, cuja validade é sustentada pelo campo teórico da economia e da estratégia empresarial.

---

<sup>6</sup> Na álgebra booleana o símbolo “+” significa OU e o símbolo “\*” significa E.

### 3.5. O PROGRAMA *fsQCA* 2.0

Este estudo utiliza-se da opção de tratamento *crisp* do programa *fsQCA* 2.0 (Ragin, Drass et al, 2006) A versão *fuzzy* é interessante quando as variáveis já foram resumidas e tratadas pelo método *crisp*, permitindo identificar diferenças em grau entre variáveis, mas não é utilizada neste estudo.

Os passos básicos do programa são os seguintes: (1) Os dados fornecidos - casos (1,2,3,4...), variáveis causais (a,b,c,d,e...) e outcome (win) em escala dicotômica - são importados (QUADRO 10) e geram uma *Truth Table* (QUADRO 11).

Case	a	b	c	d	e	f	win
1	1	1	1	0	0	0	1
2	1	0	1	0	1	0	1
3	1	0	1	0	1	1	1
4	1	1	1	0	1	0	1
5	1	1	1	1	1	0	1
6	1	1	1	0	0	1	1
7	1	1	1	1	1	1	1
8	1	0	0	0	0	0	0
9	0	0	1	0	0	0	0
10	0	0	0	0	0	0	0

QUADRO 10 – IMPORTAÇÃO DOS DADOS PELO PROGRAMA *fsQCA* 2.0

f	e	d	c	b	a	number	win	raw consist.	PFI consist.	product
0	0	0	0	0	0	1 (10%)		0,000000	0,000000	0,000000
0	0	0	0	0	1	1 (20%)		0,000000	0,000000	0,000000
0	0	0	1	0	0	1 (20%)		0,000000	0,000000	0,000000
0	0	0	1	1	1	1 (40%)		1,000000	1,000000	1,000000
0	1	0	1	0	1	1 (50%)		1,000000	1,000000	1,000000
0	1	0	1	1	1	1 (60%)		1,000000	1,000000	1,000000
0	1	1	1	1	1	1 (70%)		1,000000	1,000000	1,000000
1	0	0	1	1	1	1 (80%)		1,000000	1,000000	1,000000
1	1	0	1	0	1	1 (80%)		1,000000	1,000000	1,000000
1	1	1	1	1	1	1 (100%)		1,000000	1,000000	1,000000
0	0	0	0	1	0	0 (00%)				
0	0	0	0	1	1	0 (00%)				
0	0	0	1	0	1	0 (00%)				
0	0	0	1	1	0	0 (00%)				
0	0	1	0	0	0	0 (00%)				
0	0	1	0	0	1	0 (00%)				
0	0	1	0	1	0	0 (00%)				
0	0	1	0	1	1	0 (00%)				
0	1	0	1	0	0	0 (00%)				
0	1	0	1	0	1	0 (00%)				
0	1	0	0	1	0	0 (00%)				
0	1	0	0	1	1	0 (00%)				
0	1	0	1	0	0	0 (00%)				
0	1	1	0	0	0	0 (00%)				
0	1	1	0	1	0	0 (00%)				
0	1	1	0	1	1	0 (00%)				
0	1	1	1	0	0	0 (00%)				
0	1	1	1	0	1	0 (00%)				
0	1	1	1	1	0	0 (00%)				
0	1	1	1	1	1	0 (00%)				

QUADRO 11 – EXEMPLO DE TRUTH TABLE

(2) A *Truth Table* lista todas as combinações possíveis de variáveis ( $2^n$ ); identifica quais delas foram apresentadas nos dados fornecidos; em que frequência (*number*); o resultado e as contradições (combinações diferentes com resultados iguais).

(3) Após alguns passos, o programa trata os dados com o algoritmo QUINE-MCCLUSKEY e apresenta três soluções (QUADROS 12 e 13).

A solução complexa reduz pouco as variáveis. Considera que (1) a ausência de uma variável pode contribuir para o resultado positivo e que (2) todas as configurações possíveis não verificadas na amostra (no caso  $2^6-10$ ) não geram resultados positivos.

Já, a solução parcimoniosa reduz a complexidade ao mínimo considerando que (1) as variáveis são independentes, (2) a ausência de uma variável não pode contribuir para o resultado positivo e que (3) o resultado das configurações não verificadas não importa, pode ser positivo ou negativo.

Finalmente, a solução intermediária é um subconjunto da solução parcimoniosa, sendo a solução complexa também um subconjunto das duas. Ela é gerada a partir da verificação dos pares configuracionais das variáveis encontradas pela solução parcimoniosa, pressupondo multifinalidade.

```

*****
*TRUTH TABLE ANALYSIS*
*****

Model: win = f(f, e, d, c, b, a)
Rows: 10
Algorithm: Quine-McCluskey True: 1

--- COMPLEX SOLUTION ---
frequency cutoff: 1.000000
consistency cutoff: 1.000000

      raw   unique
      coverage coverage consistency
-----
e*~d*c*~b*a  0.285714  0.142857  1.000000
~e*~d*c*b*a  0.285714  0.142857  1.000000
e*d*c*b*a    0.285714  0.142857  1.000000
~f*e*~d*c*a  0.285714  0.000000  1.000000
~f*~d*c*b*a  0.285714  0.000000  1.000000
~f*e*c*b*a   0.285714  0.000000  1.000000
solution coverage: 1.000000
solution consistency: 1.000000

*****
*TRUTH TABLE ANALYSIS*
*****
Model: win = f(f, e, d, c, b, a)

```

```

Rows: 10
Algorithm: Quine-McCluskey
True: 1-L

--- PARSIMONIOUS SOLUTION ---
frequency cutoff: 1.000000
consistency cutoff: 1.000000

    raw    unique
    coverage coverage consistency
-----
c*a 1.000000 1.000000 1.000000
solution coverage: 1.000000
solution consistency: 1.000000

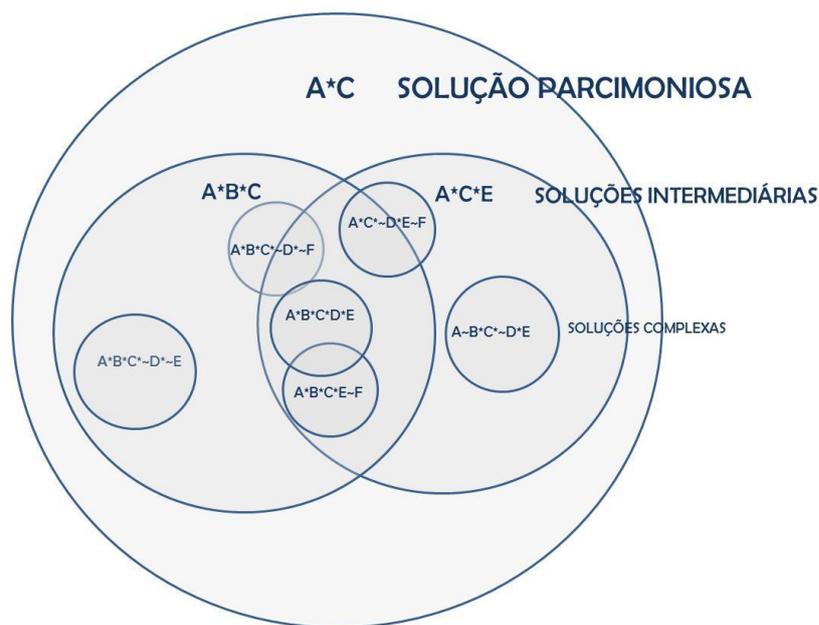
*****
*TRUTH TABLE ANALYSIS*
*****
Model: win = f(a, b, c, d, e, f)
Rows: 28
Algorithm: Quine-McCluskey
True: 1
0 Matrix: 0L
Don't Care: -

--- INTERMEDIATE SOLUTION ---
frequency cutoff: 1.000000
consistency cutoff: 1.000000
Assumptions:
a (present)
b (present)
c (present)
d (present)
e (present)

    raw    unique
    coverage coverage consistency
-----
a*b*c 0.714286 0.285714 1.000000
a*c*e 0.714286 0.285714 1.000000
solution coverage: 1.000000
solution consistency: 1.000000

```

QUADRO 12 – EXEMPLO DE SAIDA DO PROGRAMA FSQCA 2.0 (CRISP ANALYSIS)



QUADRO 13 – CONJUNTOS DAS SOLUÇÕES PARCIMONIOSA, INTERMEDIÁRIA E COMPLEXA (EXEMPLO)

### 3.6. FASE 1: QCA - TRATAMENTO DOS DADOS COM PRESSUPOSTO DE HOMOGENEIDADE EXTERNA

Nesta fase de análise, todas as empresas serão tratadas conjuntamente. Isso pressupõe que elas participem do mesmo ambiente econômico, ou seja, que as outras condições, além das dezenove imperfeições de mercado, não variem. As dezenove variáveis analisadas permitem um número de 524.288 configurações ( $2^{19}$ ), complexidade não suportada pelo sistema. Assim, trataremos os dados por partes, ou seja, por grupos de falhas criadas para esse fim e descritas no QUADRO 3. São elas: Poder, Exclusividade, Agilidade e Regulação (De Meur & Gottcheiner, 2009).

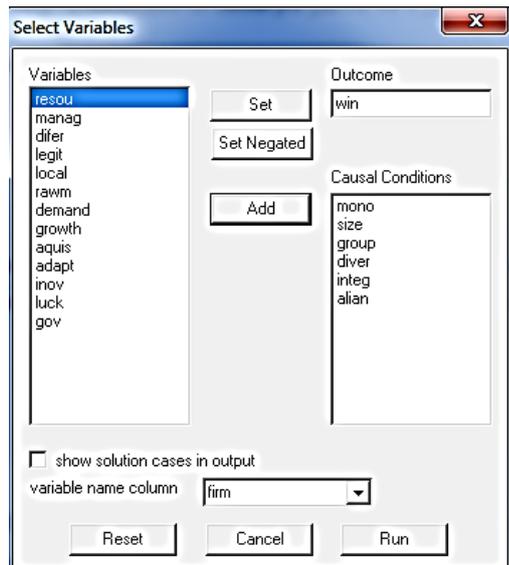
#### 3.6.1. CONJUNTO DE FALHAS: PODER

Os dados foram tabulados em uma planilha Excel, transpostos, e importados pelo programa fsQCA 2.0 (Ragin et al, 2006). Um caso negativo foi criado para corresponder à configuração da competição perfeita, onde não há possibilidade de explorar falhas de mercado e consequentemente não há lucros extraordinários (QUADRO 14).

Case	firm	mono	size	group	diver	integ	alan	resou	manag	difer	legit	local	rawm	demand	growth	aquis	adapt	inov	luck	gov	win
1	Petrobrás	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
2	Vale	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1
3	Usiminas	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	0	1	0	0	1	0	1
4	Souza	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	1	0	0	1	0	1	0	1
5	CCR	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	1	1
6	Telesp	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
7	AES	1	1	1	0	1	0	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1
8	CPFL	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	1	1
9	Comgas	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0	1	1
10	Tractebel	1	1	1	0	0	0	1	1	0	1	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1
11	Lochape	1	0	0	1	0	1	1	0	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
12	Natura	0	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1
13	Eternit	0	1	0	1	1	0	1	1	1	0	1	1	1	1	0	1	0	1	1	1
14	Conlab	0	1	1	1	0	0	1	1	1	0	1	0	1	1	0	0	1	1	0	1
15	Abnorte	0	0	0	1	0	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	0	1
16	Neutro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

QUADRO 14 – IMPORTAÇÃO DOS DADOS PELO PROGRAMA fsQCA 2.0

Após escolhida a opção de análise *CrispSet*, as variáveis relativas ao grupo poder foram selecionadas no QUADRO *Select Variables* (QUADRO 15), gerando uma *Truth Table* (QUADRO 16).



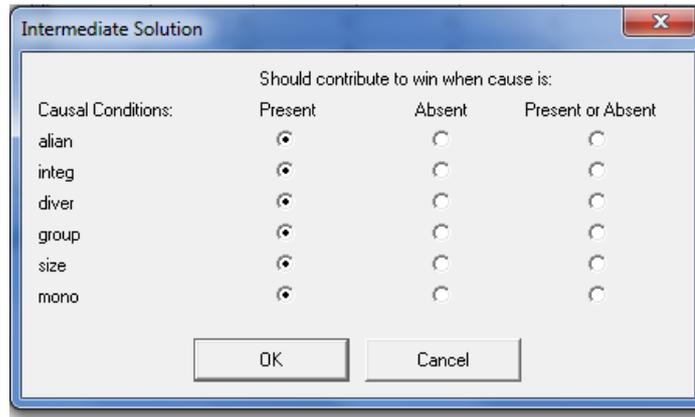
QUADRO 15 – SELEÇÃO DE VARIÁVEIS

A *Truth Table* (QUADRO 16) mostrou que no grupo PODER há sete configurações compartilhadas pelas quinze empresas analisadas, sendo que três empresas exploram as seis falhas simultaneamente, duas exploram cinco falhas, três exploram quatro falhas, três exploram três falhas, duas exploram somente duas falhas. Assim, todas exploram pelo menos duas falhas em relação ao PODER.

mono	size	group	diver	integ	alian	number	win	raw consist.
1	1	1	1	1	1	3	1	1.000000
1	1	1	0	0	0	2	1	1.000000
1	1	1	0	1	0	2	1	1.000000
1	1	1	1	0	1	2	1	1.000000
0	1	0	1	1	0	1	1	1.000000
0	0	0	1	0	1	1	1	1.000000
1	1	1	1	1	0	1	1	1.000000
0	1	0	1	1	1	1	1	1.000000
0	1	1	1	0	0	1	1	1.000000
1	0	0	1	0	1	1	1	1.000000
0	0	0	0	0	0	1	0	0.000000

QUADRO 16 – TRUTH TABLE DAS VARIÁVEIS PODER

Utilizando-se a *Standard Analysis* o programa pergunta se as ausências dos fatores podem influenciar o resultado positivamente (QUADRO 17).



QUADRO 17 – QUADRO DA CONDIÇÃO CAUSAL PARA RESULTADO POSITIVO

Como saída da *standard analysis* tem-se três resultados: a solução complexa, a solução parcimoniosa e a solução intermediária, como explicado no capítulo 3.8. O QUADRO 18 mostra uma saída completa do programa. Nas fases a seguir as saídas serão resumidas.

```

*****
*TRUTH TABLE ANALYSIS*
*****

--- COMPLEX SOLUTION ---
frequency cutoff: 1.000000
consistency cutoff: 1.000000

raw    unique
      coverage  coverage  consistency
-----
~size*~group*diver*~integ*alian    0.133333  0.133333  1.000000
mono*size*group*~diver*~alian      0.266667  0.133333  1.000000
~mono*size*~group*diver*integ      0.133333  0.133333  1.000000
mono*size*group*diver*alian        0.333333  0.133333  1.000000
~mono*size*group*diver*~integ*~alian 0.066667  0.066667  1.000000
mono*size*group*integ*~alian        0.200000  0.000000  1.000000
mono*size*group*diver*integ        0.266667  0.000000  1.000000
solution coverage: 1.000000
solution consistency: 1.000000

--- PARSIMONIOUS SOLUTION ---
frequency cutoff: 1.000000
consistency cutoff: 1.000000

      raw    unique
      coverage  coverage  consistency
-----
size  0.866667  0.266667  1.000000
diver 0.733333  0.133333  1.000000
solution coverage: 1.000000
solution consistency: 1.000000

--- INTERMEDIATE SOLUTION ---
frequency cutoff: 1.000000
consistency cutoff: 1.000000
Assumptions:
alian (present)
integ (present)
diver (present)
group (present)
size (present)

```

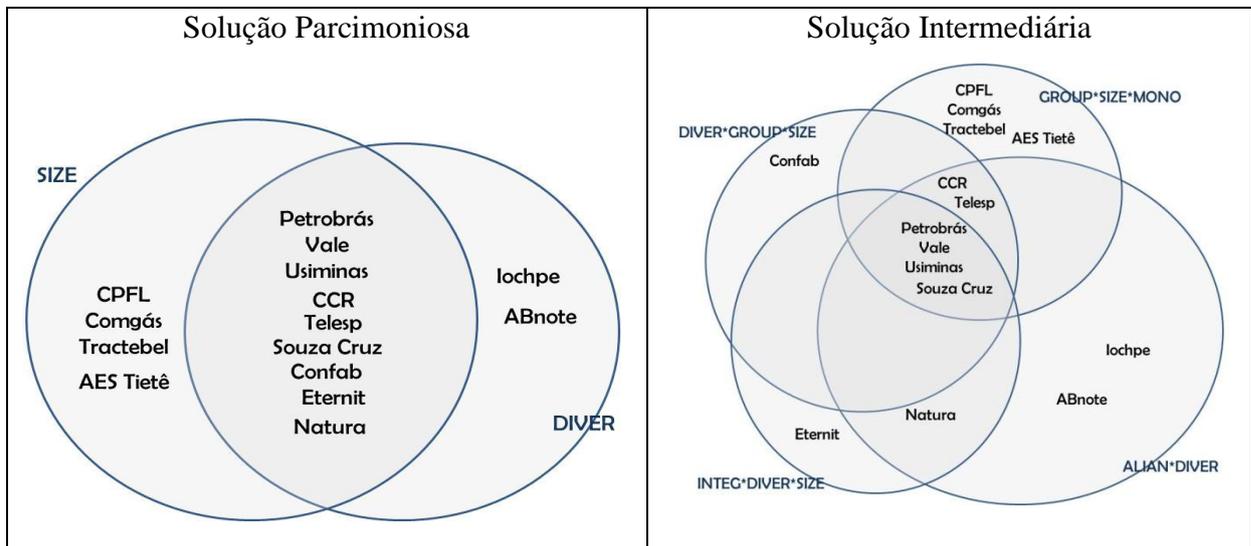
	raw coverage	unique coverage	consistency
mono (present)			
	raw coverage	unique coverage	consistency
	-----		
alian*diver	0.533333	0.133333	1.000000
integ*diver*size	0.400000	0.066667	1.000000
diver*group*size	0.466667	0.066667	1.000000
group*size*mono	0.666667	0.266667	1.000000
solution coverage:	1.000000		
solution consistency:	1.000000		

QUADRO 18 – RESULTADO DA ANÁLISE DAS VARIÁVEIS PODER

A solução parcimoniosa mostra que as empresas precisam apresentar a condição SIZE ou a condição DIVER para apresentar desempenho superior (WIN). A solução intermediária encontra quatro configurações:

$$\text{group*size*mono} + \text{alian*diver} + \text{diver*group*size} + \text{integ*diver*size} \rightarrow \text{WIN}$$

Verifica-se que a configuração group\*size\*mono cobre 66,7% dos casos, a configuração alian\*diver cobre 53,3% dos casos, a configuração diver\*group\*size cobre 46,6% dos casos e a configuração integ\*diver\*size cobre 40% dos casos.



QUADRO 19 – CONFIGURAÇÕES NECESSÁRIAS DA CONDIÇÃO PODER

### 3.6.2. CONJUNTO DE FALHAS: EXCLUSIVIDADE

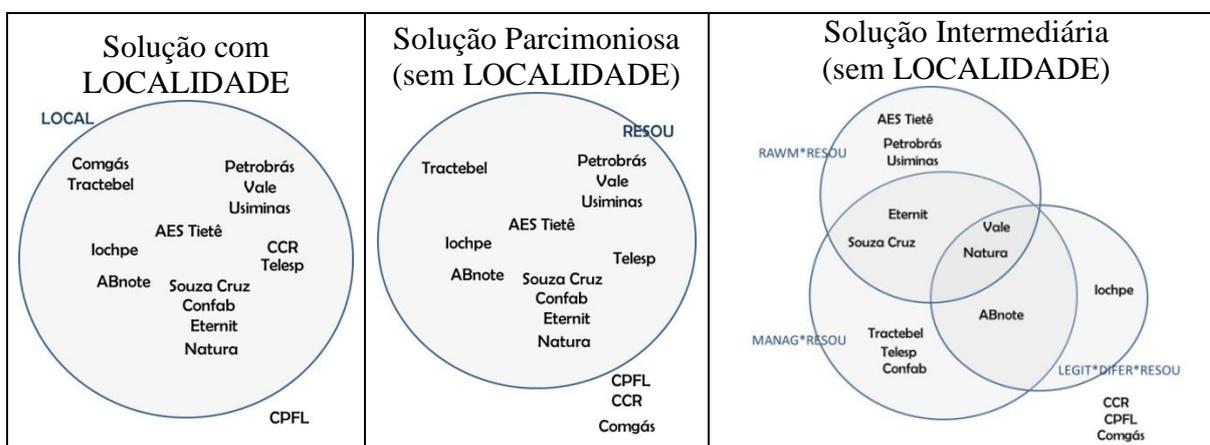
O mesmo procedimento foi utilizado para tratar o grupo de condições EXCLUSIVIDADE. Os resultados da solução intermediária apresentam uma única variável, Recursos de LOCALIDADE (LOCAL). Isso mostra que ela não se agrega a outras variáveis do grupo recursos. Esse fato revela a presença de uma discriminação empírica. Localidade mostra-se como uma variável qualitativamente distinta, fato que trataremos na discussão. O programa foi rodado novamente sem a condição LOCAL, e verificou-se que a condição RESOU (RECURSOS) cobre a totalidade dos outros casos, sem interagir novamente com as outras variáveis do conjunto EXCLUSIVIDADE.

--- PARSIMONIOUS SOLUTION ---			--- INTERMEDIATE SOLUTION ---		
	raw coverage	unique coverage		raw coverage	unique coverage
local	0.933333	0.933333	local	0.933333	0.933333

QUADRO 20 – RESULTADO DA ANÁLISE DAS VARIÁVEIS EXCLUSIVIDADE COM LOCALIDADE

--- PARSIMONIOUS SOLUTION ---			--- INTERMEDIATE SOLUTION ---		
	raw coverage	unique coverage		raw coverage	unique coverage
resou	0.800000	0.800000	rawm*resou	0.400000	0.133333
			manag*resou	0.600000	0.266667
			legit*difer*resou	0.266667	0.066667

QUADRO 21 – RESULTADO DA ANÁLISE DAS VARIÁVEIS EXCLUSIVIDADE SEM LOCALIDADE



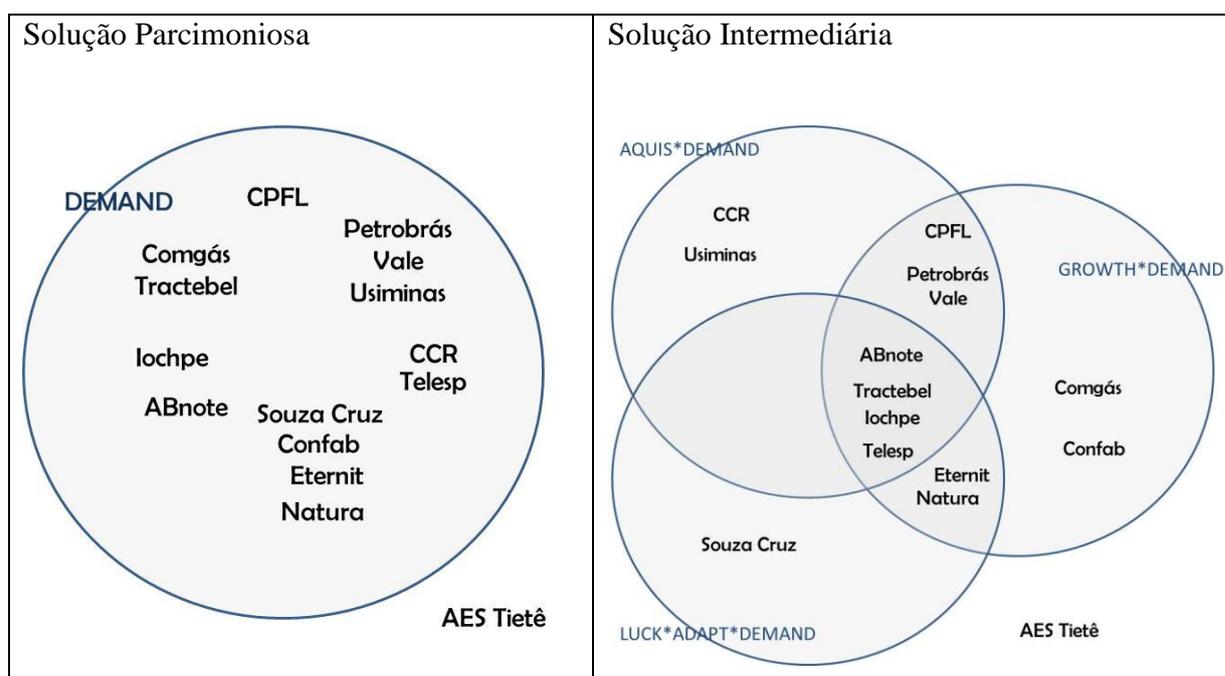
QUADRO 22 – CONFIGURAÇÕES NECESSÁRIAS DA CONDIÇÃO EXCLUSIVIDADE

### 3.6.3. CONJUNTO DE FALHAS: AGILIDADE

O mesmo procedimento foi utilizado para tratar o grupo de condições AGILIDADE. A solução parcimoniosa mostra a grande importância da condição DEMAND, ou seja, atuar em mercados com CRESCIMENTO DA DEMANDA. Na solução intermediária, quatro conjuntos de condições necessárias são propostos.

--- PARSIMONIOUS SOLUTION ---			--- INTERMEDIATE SOLUTION ---		
	raw coverage	unique coverage		raw coverage	unique coverage
demand	0.933333	0.933333	aquis*demand	0.600000	0.133333
			growth*demand	0.733333	0.133333
			luck*adapt*demand	0.533333	0.066667

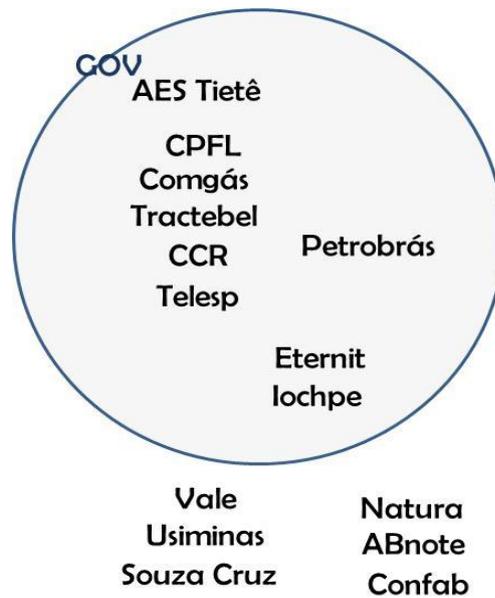
QUADRO 23 – RESULTADO DA ANÁLISE DAS VARIÁVEIS AGILIDADE



QUADRO 24 - CONFIGURAÇÕES NECESSÁRIAS DA CONDIÇÃO AGILIDADE

#### 3.6.4. CONJUNTO DE FALHAS: REGULAÇÃO

O grupo Regulação possui apenas uma condição: GOVERNO (GOV). É interessante notar que das quinze analisadas, nove empresas foram beneficiadas pela atuação direta (concessões, participação acionária, isenções fiscais) ou indireta (incentivo ao consumo de produtos à jusante) do GOVERNO (QUADRO 25)..



QUADRO 25 – CONFIGURAÇÕES DA CONDIÇÃO REGULAÇÃO

### 3.6.5. CONSOLIDAÇÃO DAS CONDIÇÕES MINIMIZADAS

Somando-se a condição GOV com as condições necessárias minimizadas pela análise parcimoniosa tem-se seis condições necessárias à condição WIN (desempenho superior). São elas : SIZE e DIVER (PODER), LOCAL e RESOU (EXCLUSIVIDADE), DEMAND (AGILIDADE) e GOV (REGULAÇÃO). Isso reduz as possibilidades configuracionais de 524.288 para 64, ou seja, reduz a complexidade em 99,9878% do modelo inicial. Mais uma vez a análise crispQCA foi realizada e mostrou que, das sessenta e quatro possibilidades ( $2^6$ ), nove configurações foram apresentadas pelas empresas de alto desempenho (QUADRO 26).

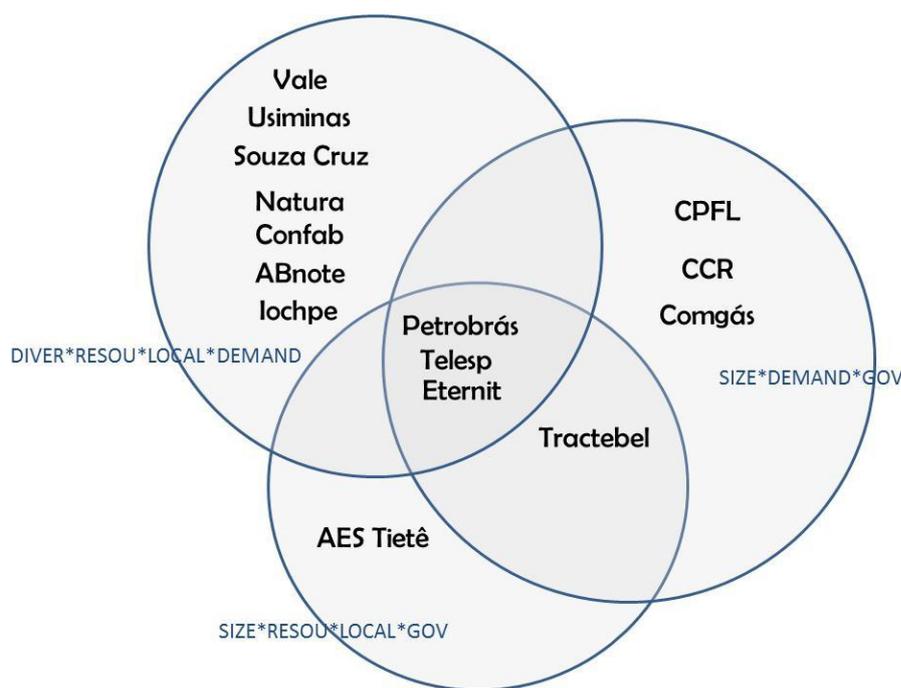
gov	demand	local	resou	diver	size	number	win	raw consist.	PRI consist.	product
0	1	1	1	1	1	5	1	1.000000	1.000000	1.000000
1	1	1	1	1	1	3	1	1.000000	1.000000	1.000000
0	0	0	0	0	0	1	0	0.000000	0.000000	0.000000
0	1	1	1	1	0	1	1	1.000000	1.000000	1.000000
1	0	1	1	0	1	1	1	1.000000	1.000000	1.000000
1	1	0	0	0	1	1	1	1.000000	1.000000	1.000000
1	1	1	0	0	1	1	1	1.000000	1.000000	1.000000
1	1	1	0	1	1	1	1	1.000000	1.000000	1.000000
1	1	1	1	0	1	1	1	1.000000	1.000000	1.000000
1	1	1	1	1	0	1	1	1.000000	1.000000	1.000000

QUADRO 26 – TRUTH TABLE FINAL

--- PARSIMONIOUS SOLUTION ---			--- INTERMEDIATE SOLUTION ---		
	raw	unique		raw	unique
	coverage	coverage		coverage	coverage
size	0.866667	0.000000			
resou	0.800000	0.000000	size*demand*gov	0.47	0.20
local	0.933333	0.000000	diver*resou*local*demand	0.67	0.47
demand	0.933333	0.000000	size*resou*local*gov	0.33	0.07
gov	0.600000	0.000000			

QUADRO 27 – RESULTADO DAS CONDIÇÕES MINIMIZADAS

Considerando-se que as variáveis são independentes, tem-se que é necessário explorar uma das cinco condições causais, ou seja: **local**, **demand**, **size**, **resou** ou **gov**. Considerando-se que há multifinalidade, a segunda análise mostra que as empresas selecionadas utilizaram-se de três configurações mínimas considerando-se as variáveis encontradas na solução parcimoniosa, necessárias para o alto desempenho (QUADRO 28).



QUADRO 28 – CONJUNTOS DE CONFIGURAÇÕES NECESSÁRIAS PARA DESEMPENHO SUPERIOR

Os resultados mostram a importância do governo para o desempenho de mais da metade das empresas analisadas. Para as concessionárias, o governo é normativo e atua como regulador. Define o regime de preços, autoriza ou não extensão de prazos de concessão, concede mais concessões a grandes grupos. Algumas concessionárias são livres para negociar parte de seus serviços, porém o regime em que isso ocorre também é regulado e sujeito a alterações. Para

empresas que atuam no mercado concorrencial, aqui denominado semi-livre, o governo atua através de seu poder interventor, concedendo incentivos fiscais que alteram preços e demanda. Nesse mercado (quase-livre), o Estado também atua como empresário, competindo com empresas privadas, caso representado aqui pela Petrobrás. Atua também através de seu poder de gastar, como cliente de empresas como a Confab.

Os resultados também mostram que empresa distintas como Vale, Abnote e Iochpe pertencem ao mesmo grupo de configurações. Isso ocorre por sobreposição de construtos, admissível em estudos qualitativos. Os recursos das empresas Vale, Usiminas, Souza Cruz, Petrobrás e Telesp são economias de escala e escopo. Com seu valor representado em recursos, a variável tamanho foi considerada desnecessária pela minimização booleana. Podemos assim admitir que as três empresas, além da Natura e Confab que têm recursos outros que escala e escopo, pertencem ao subconjunto  $size*diver*resou*local*demand$  do conjunto  $diver*resou*local*demand$ .

É interessante notar que as empresas que atuam no mercado quase-livre precisam ser diversificadas para ter alto desempenho. Isso sugere que o ambiente em que atuam é mais incerto que o ambiente das concessões.

Uma terceira análise deveria ter sido feita com as soluções intermediárias de cada grupo de falhas de mercado. Porém, nesse caso, o processo de minimização booleana só foi capaz de reduzir quatro das dezenove variáveis iniciais (o programa trata até dez variáveis simultaneamente), mostrando um grau excessivo de configurações possíveis. Esse fato pode ser consequência da heterogeneidade da estrutura de mercado dessas empresas devido à atuação do governo brasileiro, fato verificado a seguir.

### 3.7. FASE 2: QCA - TRATAMENTO DOS DADOS COM PRESSUPOSTO DE HETEROGENEIDADE EXTERNA

A regra da minimização da álgebra booleana pressupõe que não haja fatores externos (além dos considerados na lista de condições analisadas) que interfiram na ocorrência do fenômeno.

*The initial assumption is that individuals were drawn from the same population; in other words, that systemic factors do not play any role in explaining the observed behavior. Further investigation consists of testing, step by step, this assumption in the course of cross-systemic research. (Przeworski & Teune 1970, p. 34-35, aspas em itálico no original).*

Apesar de ser tratada na fase anterior como uma variável, a intervenção governamental na economia não é apenas uma imperfeição de mercado. A intervenção governamental altera o regime econômico e, conseqüentemente, as regras do jogo.

Os resultados da fase 1 mostraram que, diferentemente do modelo de mercado livre (Adam Smith, 1904), o governo brasileiro atua através de seu poder interventor, concedendo incentivos fiscais que alteram preços e demanda. Atua também como empresário, cliente e concorrente de empresas privadas. Na Fase 2, as empresas que atuam nesse mercado (chamado aqui de quase-livre) são tratadas separadamente das concessionárias. Essa separação foi coerente à observação empírica dos resultados de diversas tentativas que foram feitas antes de apresentar os resultados desta fase. Houve uma tentativa inicial de se agrupar às concessionárias as empresas do mercado quase-livre beneficiadas pelas ações do governo. Porém os os dados empíricos mostraram que suas configurações são equivalentes às que não tiveram o governo como parceiro para o alto desempenho.

Nesta versão, as variáveis foram divididas em dois grupos: (1) MONO, SIZE, GROUP, DIVER, INTEG, ALIAN, RAWM, GROWTH, AQUIS e (2) RESOU, MANAG, DIFER, LEGIT, LOCAL, DEMAND, ADAPT, INOV, LUCK. Essa opção permitiu tratar simultaneamente as variáveis resultantes das soluções intermediárias, o que não foi possível na fase 1.

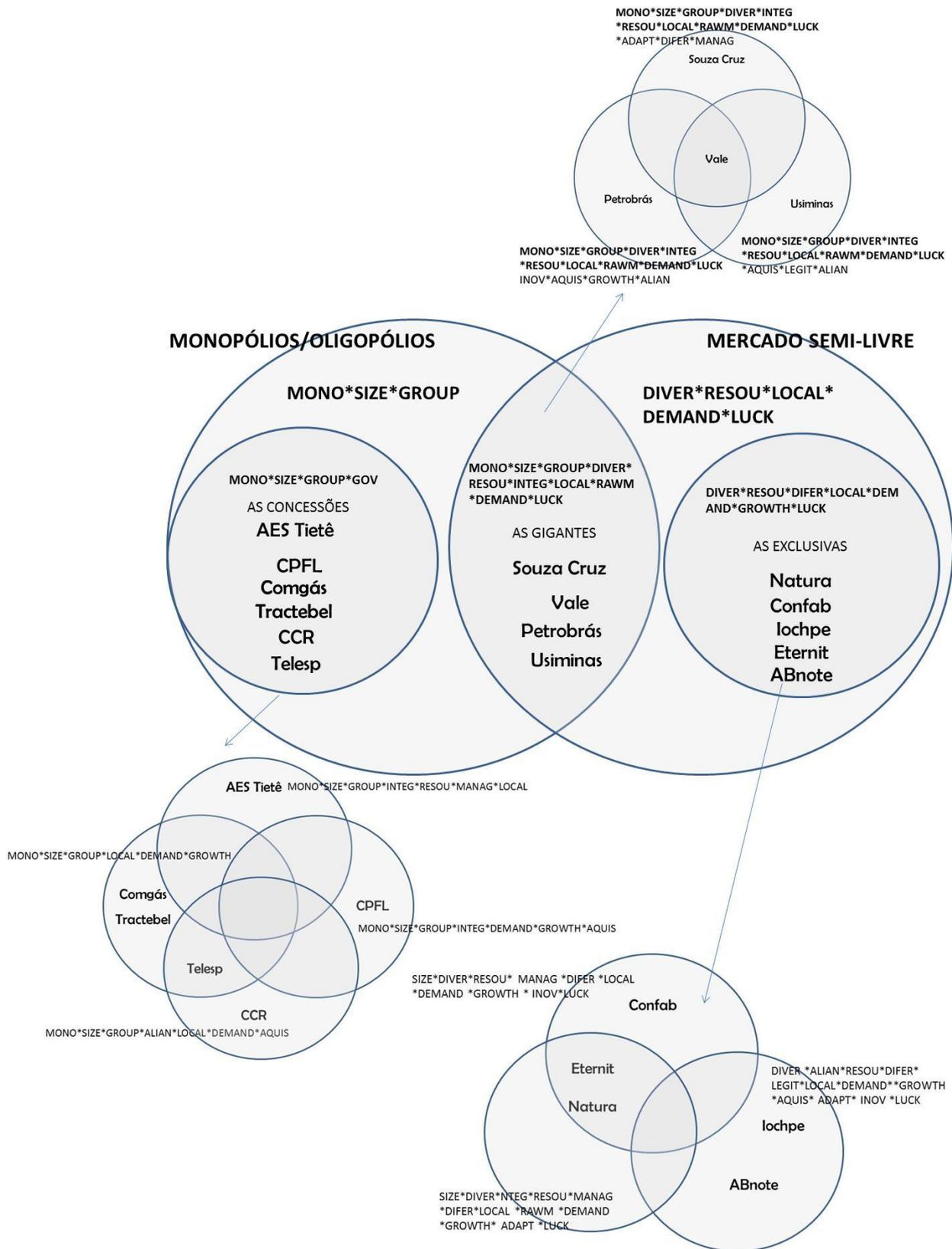
	Mercado Semi-Livre			Concessões		
ETAPA 1 mono, size, group, diver, integ, alian, RAWM, growth, aquis	PARSIMONIOUS SOLUTION	raw coverage	unique coverage	PARSIMONIOUS SOLUTION ---	raw coverage	unique coverage
	diver	1.00	1.00	mono	1.00	0.00
	INTERMEDIATE SOLUTION ---	raw coverage	unique coverage	size	1.00	0.00
	size*group*diver*growth	0.33	0.11	group	1.00	0.00
	diver*alian*growth*aquis	0.44	0.22	INTERMEDIATE SOLUTION ---	raw coverage	unique coverage
	size*diver*integ*rawm*growth	0.44	0.22	mono*size*group*integ	0.33	0.17
mono*size*group*diver*integ*rawm	0.44	0.22	mono*size*group*growth	0.67	0.33	
			mono*size*group*diver*alian*aquis	0.33	0.17	
ETAPA 2 RESOU, MANAG, DIFER, LEGIT, LOCAL, DEMAND, ADAPT, INOV, LUCK	PARSIMONIOUS SOLUTION ---	raw coverage	unique coverage	PARSIMONIOUS SOLUTION ---	raw coverage	unique coverage
	luck	1.00	0.00	demand	0.83	0.16
	demand	1.00	0.00	resou	0.50	0.00
	local	1.00	0.00	manag	0.50	0.00
	resou	1.00	0.00	local	0.83	0.00
	--- INTERMEDIATE SOLUTION ---	raw coverage	unique coverage	INTERMEDIATE SOLUTION ---	raw coverage	unique coverage
	resou*legit*local*demand*luck	0.56	0.11	demand	0.83	0.50
	resou*local*demand*inov*luck	0.67	0.22	resou*manag*local	0.50	0.17
	resou*manag*difer*local*demand*adapt*luck	0.56	0.22			

QUADRO 29 – REDUÇÃO DAS CONDIÇÕES CAUSAIS (ETAPA 1 E 2)

O QUADRO 29 mostra os resultados parciais da análise. O mercado livre tem como imperfeições de mercado necessárias ao desempenho superior a DIVERSIFICAÇÃO, RECURSOS, LOCALIDADE, DEMANDA EM CRESCIMENTO e SORTE. As concessões mostram que as variáveis necessárias ao desempenho superior são apenas a CONCENTRAÇÃO, TAMANHO e o TAMANHO DO GRUPO. Nenhuma das variáveis da ETAPA 2 se mostrou necessária ao desempenho superior, apesar de DEMANDA EM CRESCIMENTO E LOCALIDADE terem contribuído para ele em 83% das empresas analisadas. O QUADRO 30 mostra na parte consolidada das soluções parcimoniosas os mesmos resultados da etapa 1. Na consolidação das soluções intermediárias encontramos soluções mais complexas que criam dois sub-conjuntos de imperfeições no mercado semi-livre: as quatro gigantes e as exclusivas. Nota-se que as quatro gigantes também compartilham a exploração de imperfeições de monopólio encontradas no grupo das concessões. Assim, foi possível criar o QUADRO 30 que mostra dois grandes conjuntos de exploração de imperfeições de mercado.

	Mercado Semi-Livre	Concessões																																																																																																																								
<b>CONSOLIDADO</b> (variáveis da solução parcimoniosa das etapas 1 e 2)	<p>PARSIMONIOUS SOLUTION ---</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>raw coverage</th> <th>unique coverage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>luck</td><td>1.00</td><td>0.00</td></tr> <tr><td>demand</td><td>1.00</td><td>0.00</td></tr> <tr><td>local</td><td>1.00</td><td>0.00</td></tr> <tr><td>resou</td><td>1.00</td><td>0.00</td></tr> <tr><td>diver</td><td>1.00</td><td>0.00</td></tr> </tbody> </table> <p>--- INTERMEDIATE SOLUTION ---</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>raw coverage</th> <th>unique coverage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>diver*resou*local*demand*luck</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> </tbody> </table>		raw coverage	unique coverage	luck	1.00	0.00	demand	1.00	0.00	local	1.00	0.00	resou	1.00	0.00	diver	1.00	0.00		raw coverage	unique coverage	diver*resou*local*demand*luck	1.00	1.00	<p>PARSIMONIOUS SOLUTION ---</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>raw coverage</th> <th>unique coverage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>group</td><td>1.00</td><td>0.00</td></tr> <tr><td>size</td><td>1.00</td><td>0.00</td></tr> <tr><td>mono</td><td>1.00</td><td>0.00</td></tr> </tbody> </table> <p>--- INTERMEDIATE SOLUTION ---</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>raw coverage</th> <th>unique coverage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>mono*size*group*demand</td><td></td><td>0.83 0.50</td></tr> <tr><td>mono*size*group*resou*manag*local</td><td></td><td>0.50 0.16</td></tr> </tbody> </table>		raw coverage	unique coverage	group	1.00	0.00	size	1.00	0.00	mono	1.00	0.00		raw coverage	unique coverage	mono*size*group*demand		0.83 0.50	mono*size*group*resou*manag*local		0.50 0.16																																																																											
	raw coverage	unique coverage																																																																																																																								
luck	1.00	0.00																																																																																																																								
demand	1.00	0.00																																																																																																																								
local	1.00	0.00																																																																																																																								
resou	1.00	0.00																																																																																																																								
diver	1.00	0.00																																																																																																																								
	raw coverage	unique coverage																																																																																																																								
diver*resou*local*demand*luck	1.00	1.00																																																																																																																								
	raw coverage	unique coverage																																																																																																																								
group	1.00	0.00																																																																																																																								
size	1.00	0.00																																																																																																																								
mono	1.00	0.00																																																																																																																								
	raw coverage	unique coverage																																																																																																																								
mono*size*group*demand		0.83 0.50																																																																																																																								
mono*size*group*resou*manag*local		0.50 0.16																																																																																																																								
<b>ONSOLIDADO</b> (variáveis da solução intermediária das etapas 1 e 2)	<p><b>1. AS QUATRO GIGANTES</b></p> <p>PARSIMONIOUS SOLUTION ---</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>raw coverage</th> <th>unique coverage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>mono</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>size</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>group</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>diver</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>integ</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>resou</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>local</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>rawm</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>demand</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>luck</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> </tbody> </table> <p>--- INTERMEDIATE SOLUTION ---</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>raw coverage</th> <th>unique coverage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>mono*size*group*diver*integ*resou*local*rawm*demand*luck*adapt*difer*manag</td><td></td><td>0.50 0.25</td></tr> <tr><td>mono*size*group*diver*integ*resou*local*rawm*demand*luck*aquis*legit*alian</td><td></td><td>0.50 0.25</td></tr> <tr><td>mono*size*group*diver*integ*resou*local*rawm*demand*luck*inov*aquis*growth*alian</td><td></td><td>0.50 0.25</td></tr> </tbody> </table> <p><b>2. AS EXCLUSIVAS</b></p> <p>PARSIMONIOUS SOLUTION ---</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>raw coverage</th> <th>unique coverage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>diver</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>resou</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>difer</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>local</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>demand</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>growth</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>luck</td><td>1.00</td><td>1.00</td></tr> <tr><td>inov</td><td>0.80</td><td>0.00</td></tr> <tr><td>adapt</td><td>0.80</td><td>0.00</td></tr> <tr><td>manag</td><td>0.80</td><td>0.00</td></tr> <tr><td>size</td><td>0.60</td><td>0.00</td></tr> </tbody> </table> <p>--- INTERMEDIATE SOLUTION ---</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>raw coverage</th> <th>unique coverage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>size*diver*resou*manag*difer*local*demand*growth*inov*luck</td><td></td><td>0.40 0.20</td></tr> <tr><td>size*diver*integ*resou*manag*difer*local*rawm*demand*growth*adapt*luck</td><td></td><td>0.40 0.20</td></tr> <tr><td>diver*alian*resou*difer*legit*local*demand*growth*aquis*adapt*inov*luck</td><td></td><td>0.40 0.40</td></tr> </tbody> </table>		raw coverage	unique coverage	mono	1.00	1.00	size	1.00	1.00	group	1.00	1.00	diver	1.00	1.00	integ	1.00	1.00	resou	1.00	1.00	local	1.00	1.00	rawm	1.00	1.00	demand	1.00	1.00	luck	1.00	1.00		raw coverage	unique coverage	mono*size*group*diver*integ*resou*local*rawm*demand*luck*adapt*difer*manag		0.50 0.25	mono*size*group*diver*integ*resou*local*rawm*demand*luck*aquis*legit*alian		0.50 0.25	mono*size*group*diver*integ*resou*local*rawm*demand*luck*inov*aquis*growth*alian		0.50 0.25		raw coverage	unique coverage	diver	1.00	1.00	resou	1.00	1.00	difer	1.00	1.00	local	1.00	1.00	demand	1.00	1.00	growth	1.00	1.00	luck	1.00	1.00	inov	0.80	0.00	adapt	0.80	0.00	manag	0.80	0.00	size	0.60	0.00		raw coverage	unique coverage	size*diver*resou*manag*difer*local*demand*growth*inov*luck		0.40 0.20	size*diver*integ*resou*manag*difer*local*rawm*demand*growth*adapt*luck		0.40 0.20	diver*alian*resou*difer*legit*local*demand*growth*aquis*adapt*inov*luck		0.40 0.40	<p>PARSIMONIOUS SOLUTION ---</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>raw coverage</th> <th>unique coverage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>mono</td><td>1.00</td><td>0.00</td></tr> <tr><td>size</td><td>1.00</td><td>0.00</td></tr> <tr><td>group</td><td>1.00</td><td>0.00</td></tr> </tbody> </table> <p>INTERMEDIATE SOLUTION ---</p> <table> <thead> <tr> <th></th> <th>raw cover.</th> <th>unique cover.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>mono*size*group*local*demand*growth</td><td>0.50</td><td>0.33</td></tr> <tr><td>mono*size*group*integ*resou*manag*local</td><td>0.17</td><td>0.17</td></tr> <tr><td>mono*size*group*alian*local*demand*aquis</td><td>0.33</td><td>0.17</td></tr> <tr><td>mono*size*group*integ*demand*growth*aquis</td><td>0.17</td><td>0.17</td></tr> </tbody> </table>		raw coverage	unique coverage	mono	1.00	0.00	size	1.00	0.00	group	1.00	0.00		raw cover.	unique cover.	mono*size*group*local*demand*growth	0.50	0.33	mono*size*group*integ*resou*manag*local	0.17	0.17	mono*size*group*alian*local*demand*aquis	0.33	0.17	mono*size*group*integ*demand*growth*aquis	0.17	0.17
	raw coverage	unique coverage																																																																																																																								
mono	1.00	1.00																																																																																																																								
size	1.00	1.00																																																																																																																								
group	1.00	1.00																																																																																																																								
diver	1.00	1.00																																																																																																																								
integ	1.00	1.00																																																																																																																								
resou	1.00	1.00																																																																																																																								
local	1.00	1.00																																																																																																																								
rawm	1.00	1.00																																																																																																																								
demand	1.00	1.00																																																																																																																								
luck	1.00	1.00																																																																																																																								
	raw coverage	unique coverage																																																																																																																								
mono*size*group*diver*integ*resou*local*rawm*demand*luck*adapt*difer*manag		0.50 0.25																																																																																																																								
mono*size*group*diver*integ*resou*local*rawm*demand*luck*aquis*legit*alian		0.50 0.25																																																																																																																								
mono*size*group*diver*integ*resou*local*rawm*demand*luck*inov*aquis*growth*alian		0.50 0.25																																																																																																																								
	raw coverage	unique coverage																																																																																																																								
diver	1.00	1.00																																																																																																																								
resou	1.00	1.00																																																																																																																								
difer	1.00	1.00																																																																																																																								
local	1.00	1.00																																																																																																																								
demand	1.00	1.00																																																																																																																								
growth	1.00	1.00																																																																																																																								
luck	1.00	1.00																																																																																																																								
inov	0.80	0.00																																																																																																																								
adapt	0.80	0.00																																																																																																																								
manag	0.80	0.00																																																																																																																								
size	0.60	0.00																																																																																																																								
	raw coverage	unique coverage																																																																																																																								
size*diver*resou*manag*difer*local*demand*growth*inov*luck		0.40 0.20																																																																																																																								
size*diver*integ*resou*manag*difer*local*rawm*demand*growth*adapt*luck		0.40 0.20																																																																																																																								
diver*alian*resou*difer*legit*local*demand*growth*aquis*adapt*inov*luck		0.40 0.40																																																																																																																								
	raw coverage	unique coverage																																																																																																																								
mono	1.00	0.00																																																																																																																								
size	1.00	0.00																																																																																																																								
group	1.00	0.00																																																																																																																								
	raw cover.	unique cover.																																																																																																																								
mono*size*group*local*demand*growth	0.50	0.33																																																																																																																								
mono*size*group*integ*resou*manag*local	0.17	0.17																																																																																																																								
mono*size*group*alian*local*demand*aquis	0.33	0.17																																																																																																																								
mono*size*group*integ*demand*growth*aquis	0.17	0.17																																																																																																																								

QUADRO 30 – REDUÇÃO DAS CONDIÇÕES CAUSAIS (CONSOLIDADO)



QUADRO 31 – CONFIGURAÇÕES DE IMPERFEIÇÕES DE MERCADO NECESSÁRIAS AO ALTO DESEMPENHO

Os resultados da FASE 2 mostram dois grandes conjuntos de configurações de imperfeições de mercado. No conjunto “mercado semi-livre”, a exploração de cinco imperfeições de mercado são compartilhadas. Três internas à firma - DIVERSIFICAÇÃO, RECURSOS e LOCALIDADE - e duas ambientais - CRESCIMENTO DA DEMANDA e SORTE. O outro conjunto é formado por empresas monopolistas ou oligopolistas de grande porte, que compartilham a exploração de três imperfeições pertencentes ao grupo PODER: CONCENTRAÇÃO, TAMANHO E TAMANHO DO GRUPO (QUADRO 31).

Na intersecção dos dois conjuntos, encontram-se “as quatro gigantes”: Petrobrás, Vale, Usiminas e Souza Cruz. Essas empresas exploram comumente dez imperfeições: as três imperfeições do conjunto monopólios/oligopólios - CONCENTRAÇÃO, TAMANHO E TAMANHO DO GRUPO, as cinco imperfeições do conjunto do mercado semi-livre - DIVERSIFICAÇÃO, RECURSOS, LOCALIDADE, CRESCIMENTO DA DEMANDA e SORTE, além das imperfeições ACESSO PRIVILEGIADO A MATÉRIAS PRIMAS e INTEGRAÇÃO VERTICAL.

Cinco empresas restantes de alto desempenho que operam no mercado quase-livre (Confab, Eternit, Natura, Iochpe e ABNote), denominada aqui de “as exclusivas” compartilham a exploração das imperfeições DIFERENCIAÇÃO e o CRESCIMENTO ORGÂNICO, além das cinco imperfeições exploradas pelo conjunto de empresas do mercado semi-livre: DIVERSIFICAÇÃO, RECURSOS, LOCALIDADE, CRESCIMENTO DA DEMANDA e SORTE. ADAPTAÇÃO, RECURSOS HUMANOS E GERENCIAIS são também imperfeições exploradas em comuns por 80% dessas empresas e TAMANHO por 60% delas (QUADRO 30).

“As Concessões” (AES Tietê, CPFL, Comgás, Tractebel, CCR e Telesp) compartilham a exploração de três imperfeições de mercado do conjunto de empresas monopolistas/oligopolistas CONCENTRAÇÃO, TAMANHO E TAMANHO DO GRUPO, além do GOVERNO. Para 83% delas CRESCIMENTO DA DEMANDA também é um fator importante para o desempenho. Para 50% delas, RECURSOS, RECURSOS HUMANOS E GERENCIAIS E LOCALIDADE também são imperfeições de mercado exploradas que contribuem para o desempenho superior (QUADRO 30).

---

## 4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

---

A FASE 1 do tratamento dos dados, que considera homogeneidade externa, ou seja, que todas as empresas encontram-se em ambiente competitivo comum, mostrou que são cinco as imperfeições de mercado mais importantes para explicar o alto desempenho de empresas listadas na BMF&Bovespa de janeiro de 2005 a dezembro de 2009. São elas: (1) LOCALIDADE (EMPRESA INTERNACIONALIZADA), (2) CRESCIMENTO DA DEMANDA, (3) TAMANHO, (4) RECURSOS (FÍSICOS, TECNOLÓGICOS E QUALIDADE) e (5) GOVERNO. Assim, as teorias que visam a explicar o desempenho das firmas no Brasil devem contemplar minimamente a exploração dessas imperfeições.

Os resultados da FASE 2 do tratamento dos dados, que considera que empresas enfrentam ambientes competitivos diversos, mostram duas grandes configurações de exploração de imperfeições de mercado. Uma configuração constitui as empresas monopolistas ou oligopolistas de grande porte, que compartilham a exploração de três imperfeições pertencentes ao grupo PODER: (1) CONCENTRAÇÃO, (2) TAMANHO E (3) TAMANHO DO GRUPO. Outra configuração, aqui chamada de empresas do mercado semi-livre (onde o governo atua como regulador da demanda através de impostos ou como empresário e/ou cliente), a exploração de cinco imperfeições de mercado são compartilhadas: (1) DIVERSIFICAÇÃO, (2) RECURSOS, (3) LOCALIDADE, (4) CRESCIMENTO DA DEMANDA e (5) SORTE, sendo LOCALIDADE, CRESCIMENTO DA DEMANDA e RECURSOS, as três imperfeições de mercado comuns encontradas na FASE 1.

Subconjunto da configuração das empresas monopolistas ou oligopolistas de grande porte, as concessionárias representam um setor privado relativamente novo na economia brasileira, oriundo do programa de privatização do governo de Fernando Henrique Cardoso. Do total de quinze empresas de alto desempenho analisadas, seis são concessões: AES Tietê, CPFL, Comgás, Tractebel, CCR e Telesp. As concessões precisam explorar apenas quatro imperfeições de mercado necessárias ao seu desempenho superior. Três imperfeições do conjunto de empresas monopolistas/oligopolistas (1) CONCENTRAÇÃO, (2) TAMANHO E (3) TAMANHO DO GRUPO; além da proteção do (4) GOVERNO. Apesar de não necessário, para 83% dessas empresas o fator externo CRESCIMENTO DA DEMANDA também contribui para o desempenho. Também 50% delas, exploram RECURSOS,

RECURSOS HUMANOS E GERENCIAIS e LOCALIDADE para contribuir para seu desempenho superior (QUADRO 30).

Essencial ao desempenho superior das concessões, o GOVERNO regulador cria impedimentos à mobilidade de fatores, ou seja, barreiras de entrada que geram rendas de monopólio para os regulados. O TAMANHO permite ganho de escala e escopo em setores industriais de capital intensivo, explicação coerente às linhas estratégicas do SCP e das Teorias de Recursos. Porém, chama à atenção a necessidade compartilhada dessas empresas de pertencerem a grandes grupos empresariais nacionais ou estrangeiros. Inicialmente, como já dito, não estava prevista a utilização do TAMANHO DO GRUPO como variável causal. Porém os dados obtidos pela análise dos relatórios de cobertura emitidos pelos Bancos de Investimento e Corretora de Valores mostraram que grande parte do poder de barganha de diversas empresas advinha da composição acionária. Assim, essas empresas não poderiam ser analisadas como sistemas fechados, cujo poder se encerra em seus perímetros constitutivos.

A AES Tietê tem como acionistas a Brasileira Holding formada pela AES Corporation e o BNDES. A AES Corporation é um dos maiores grupos de energia do mundo e se associa ao próprio governo brasileiro no controle acionário da companhia. Em janeiro de 2006, A AES Tietê, negociou com a AES Eletropaulo, controlada também pela Brasileira Holding e que consome 100% da energia gerada, contratos bilaterais no valor de R\$132,73/MWh, enquanto a Tractebel vendia sua energia a R\$85,69/MWh. Isso explica seu desempenho operacional, o maior entre todas as empresas listadas na bolsa de valores. Já a CPFL tem como acionistas a VBC Energia S/A, 521 Participações S/A e Bonaire Participações S/A, sendo a VBC Energia S/A, uma empresa do Grupo Votorantim, Camargo Correa e BNDES. A 521 Participações S/A é um fundo da PREVI, dos funcionários do Banco do Brasil. A Bonaire Participações é um fundo de funcionários de empresas que inclui o da própria CESP (Funcesp). De forma interessante a CPFL adquiriu um grande número de concessões durante o período analisado - Santa Cruz, CMS Energy Brasil, Empresa Bandeirante de Energia, CPFL Piratininga -, integrando suas operações e fortalecendo sua posição no setor de energia. A Camargo Correa também é sócia da Andrade Gutierrez na CCR, que igualmente cresceu através de aquisições e novas concessões. A Tractebel tem 51% das suas ações na mão da EDF Suez, grande grupo francês de energia e 10% na mão do banco da Família de J.J. Abdalla, tradicional parceiro do governo em projetos de infraestrutura e ex-deputado estadual e federal pelo Estado de São

Paulo. A Comgás tem como acionistas a British Gás e a Shell e, finalmente, a Telesp é controlada pela Telefonica da Espanha.

Confirmando a importância do poder dos grupos empresariais no desempenho das concessões, David Parker (2003) mostra em seu artigo *“Performance, risk and strategy in privatised, regulated industries: The UK experience”*, que, no Reino Unido, o desempenho pós privatização das firmas reguladas não pode ser isolado dos efeitos da propriedade (*ownership*), competição, regulação e mudança tecnológica. Mostra que concessões estão sujeitas a riscos regulatórios além dos comerciais e que a dinâmica de regulação envolve ambas as partes, regulador e regulado que aprende como adotar estratégias ótimas frente ao órgão regulador. Também, na literatura brasileira, Sergio Lazzarini (2011), desvenda as relações que envolvem o governo, grandes grupos nacionais e estrangeiros. Em seu livro recém-publicado *“Capitalismo de Laços”*, Lazzarini utiliza-se da técnica de análise de redes para identificar as relações institucionais que permitiram empresas reguladas obter recursos diferenciados como capital público, vários tipos de proteção e “outras vantagens não disponíveis a empreendedores menos conectados” (Lazzarini, 2011, p.11).

A identificação dessa dinâmica recursiva de regulação - caracterizada pela disputa de poder entre grupos empresariais de grande porte e os órgãos reguladores - é de extrema importância para o campo da Estratégia Empresarial, pois mostra que empresas de alto desempenho gerem estrategicamente sua relação com o GOVERNO, diferentemente da premissa econômica de que o GOVERNO é um fator ambiental, ou seja, uma variável não controlável. Assim, a gestão da relação com o GOVERNO é uma estratégia capaz de gerar heterogeneidades entre empresas e consequentemente intensificar as imperfeições no mercado de concessões do Brasil.

Na configuração formada por nove empresas do mercado semi-livre, o desempenho tem com causas necessárias três imperfeições de mercado internas à firma (DIVERSIFICAÇÃO, RECURSOS e LOCALIDADE) e duas ambientais (CRESCIMENTO DA DEMANDA e SORTE). A configuração é formada por dois subconjuntos: (1) “as exclusivas” - cinco empresas - Confab, Eternit, Natura, Iochpe e ABNote - e (2) pelas quatro empresas denominadas de “as Gigantes” que pertencem à intersecção das duas configurações principais.

As empresas exclusivas exploram duas imperfeições (1) DIFERENCIAÇÃO e (2) CRESCIMENTO ORGÂNICO, além das cinco exploradas pelo conjunto de empresas do mercado semi-livre (1) DIVERSIFICAÇÃO, (2) RECURSOS, (3) LOCALIDADE, (4) CRESCIMENTO DA DEMANDA e (5) SORTE. ADAPTAÇÃO, RECURSOS HUMANOS E GERENCIAIS são também imperfeições de mercado exploradas em comum por 80% dessas empresas e TAMANHO por 60% delas (QUADRO 30).

Nota-se que o desempenho superior dessas firmas se sustenta por sua heterogeneidade e por pouco poder. Coerente com as premissas da Competição Monopolística (Chamberlin, 1956), o poder da concentração se dissipa pela ação da diferenciação. Assim para essas empresas, o poder de monopólio é exercido (1) parcialmente, sobre a parte da demanda disposta a pagar por produtos diferenciados e, às vezes, (2) temporariamente, dada a fraca barreira de entrada gerada pela diferenciação.

A exploração das falhas de mercado combinadas por essas empresas é contemplada de forma bastante satisfatória pelo ramo da Teoria de Recursos que trata das Capacidades Dinâmicas das Empresas (*Dynamic Capabilities*). Essas empresas adotam a estratégias de DIFERENCIAÇÃO para explorar segmentos de mercado com demanda crescente (CRESCIMENTO DA DEMANDA), possibilitando assim seu CRESCIMENTO ORGÂNICO. No curto prazo, contam também com a SORTE, principalmente na época de crise, quando o ambiente se torna adverso e pouco previsível (não foram poucos os relatórios de analistas surpresos com desempenhos superiores não esperados por, por exemplo, mudanças nas taxas de câmbio ou outros eventos não recorrentes). Mas, no longo prazo, aprendem com a SORTE. Exploram suas LOCALIDADES de mercado de forma a minimizar a incertezas geradas por oscilações de demanda e câmbio.

As gigantes - Petrobrás, Vale, Usiminas e Souza Cruz - exploram comumente dez imperfeições: as três imperfeições do conjunto monopólios/oligopólios - (1) CONCENTRAÇÃO, (2) TAMANHO E (3) TAMANHO DO GRUPO, as cinco imperfeições do conjunto do mercado semi-livre - (1) DIVERSIFICAÇÃO, (2) RECURSOS, (3) LOCALIDADE, (4) CRESCIMENTO DA DEMANDA e (5) SORTE, além das imperfeições (1) ACESSO PRIVILEGIADO A MATÉRIAS PRIMAS e (2) INTEGRAÇÃO VERTICAL. Essa configuração apenas não inclui o GOVERNO entre as cinco imperfeições encontradas nos resultados da FASE 1.

Nota-se que essas imperfeições estão sob seu controle e referem-se primordialmente ao grupo de variáveis PODER. O desempenho dessas firmas pode facilmente ser explicado pelas teorias tanto da linha SCP quanto de Recursos já que a CONCENTRAÇÃO, o TAMANHO, o TAMANHO DO GRUPO, a INTEGRAÇÃO VERTICAL e o ACESSO PRIVILEGIADO A MATÉRIAS PRIMAS são fatores de heterogeneidade que permitem criar barreiras eficientes de entrada e obter rendas de monopólio. Porém, essas teorias partem da premissa do equilíbrio estável e tratam as empresas como sistemas fechados cujos perímetros coincidem com os de seus países sede, incompatível com a exploração da falha LOCALIDADE associada à DIVERSIFICAÇÃO e ao CRESCIMENTO DA DEMANDA. Assim, as teorias que visam a explicar os fenômenos de monopólio e oligopólio no Brasil devem incorporar a análise de imperfeições espaciais e o efeito tempo. Apesar de presente nos trabalhos de Chamberlin (1956), as imperfeições espaciais são pouco abordadas nas teorias que visam a explicar o desempenho superior das firmas, apesar de terem sido retomadas por autores da Nova Economia Industrial e da Geografia Econômica, esta última adotada por Porter (1998, 1999) para os estudos de aglomerações industriais. Porém aqui se evidencia o poder da localidade do mercado. Os territórios oferecem recursos específicos que geram diversidades espaciais exploradas estrategicamente pelas empresas. Conseqüentemente, estas podem decidir ser monopolistas em alguns mercados espaciais e sofrer grandes pressões competitivas em outros espaços (Greenhut et al, 1987).

É interessante notar que a exploração de imperfeições espaciais permitiu às empresas “gigantes” (como também às empresas “exclusivas” como visto anteriormente) buscar atender a mercados que menos sofreram com a crise, reduzindo as perdas durante esse período. Contaram também com a SORTE em períodos de curto prazo, mas a internacionalização (LOCALIDADE) também reduzir a incerteza e criar estratégias para suprir mercados de demanda crescente e câmbio favorável.

Nota-se que, apesar da variável GOVERNO não aparecer entre as falhas de mercado necessárias ao desempenho dessas empresas, as informações coletadas neste estudo mostram que em diversos momentos as relações institucionais foram necessárias para ao menos não ter o desempenho prejudicado. A Souza Cruz teve sucesso em uma negociação com o governo para barrar o contrabando quando este último decide aumentar os impostos sobre o cigarro. A Souza Cruz alegou que o aumento dos preços iria incentivar ainda mais o contrabando e conseqüentemente reduzir a arrecadação do governo. Assim, o governo mobilizou com

sucesso a polícia federal para reduzir a entrada desses produtos no Brasil. Diante da escassez de demanda, no início de 2009, a Usiminas também trabalhou na esfera institucional, tentando negociar com o Governo Federal salvaguardas às importações de chapas grossas, alegando *dumping*, ou seja, que estas estariam sendo vendidas por valores muito abaixo dos praticados em seus respectivos mercados cativos. A Petrobrás, que tenta conciliar sua vocação capitalista com os interesses do governo brasileiro, negociou sua expansão com governos estaduais, os preços do petróleo e derivados com o governo federal, as concessões com o órgão regulador ANP. A Vale, ignorando o poder de ingerência do Estado, operou tendo como prioridade o lucro dos acionistas. Os relatórios analisados neste estudo mostram sua grande habilidade em gerar demanda através da compra de siderúrgicas estrangeiras, de cortar custos com a parada de algumas unidades de produção, de intensificar suas relações com a China, motor do crescimento mundial, em face da grande queda dos preços internacionais. Essa estratégia acabou por gerar insatisfação do governo e a saída forçada de seu presidente, Roger Agnelli, que se confirmou no dia 2 de abril deste ano.

Lazzarini desvenda que a relação de Eike Batista com Lula e Guido Mantega está na origem da estratégia do governo de retomar o controle da Vale através do controle sobre os fundos de pensão. Eike Batista, na impossibilidade de comprar as ações do Bradesco na Vale, articula para que o presidente Roger Agnelli (indicado pelo Bradesco) fosse substituído pelo presidente da PREVI, na época, Sergio Rosa, já que a Vale deveria “olhar mais para os interesses nacionais” (Lazzarini, 2011, p.11). O sucesso do governo em retomar o controle da Vale através dos fundos de pensão poderá leva-la a configurar suas falhas de mercado de forma diversa à apresentada neste estudo.

Um aspecto interessante compartilhado pelas “Gigantes”, porém não presente na análise das imperfeições, é a característica de seus produtos. Essas empresas (Petrobrás, Vale, Usiminas e Souza Cruz) fabricam e comercializam produtos com demanda pouco elástica. A inelasticidade da demanda é um dos principais fatores que impedem a existência do mercado perfeito e que exigiria um número quase infinito de fornecedores para compensá-lo (Chamberlin, 1956, Robinson, 1934). Produtos de demanda pouco elástica e estável, cujos consumidores buscam preço e qualidade e não inovações, permitem às empresas acumularem ativos e melhorarem processos que raramente se tornam obsoletos.

Em suma, os resultados deste estudo mostraram que a combinação de falhas de mercado exploradas por empresas abertas brasileiras de alto desempenho é contingencial ao tipo de competição. Porém, apenas uma entre os três tipos de competição citadas por Barney (1986) é encontrada: a competição Chamberliniana, caracterizada pela diferenciação, heterogeneidade e rendas ricardianas. Empresas com bens diferenciados e de demanda elástica, aqui tratadas como “as exclusivas”, atuam em mercados onde curvas de oferta e demanda se sobrepõem. Suas rendas superiores são primordialmente Ricardianas, às vezes do empreendedor e da sorte, coerentes aos trabalhos da Teoria das Capacidades Dinâmicas. Empresas com produtos de demanda pouco elástica, representadas aqui pelas “quatro gigantes”, tendem a formar monopólios e oligopólios e gerar fortes barreiras de entrada através da acumulação de ativos. O alto desempenho dessas empresas é explicado pelas rendas de monopólio e rendas Ricardianas advindas das economias de escala e escopo, coerentemente às teorias econômicas clássicas, da economia industrial, linha de pesquisa SCP da Estratégia Empresarial. Porém sua competição é internacional e suas imperfeições com fortes características espaciais. Essas empresas exploram monopólios locais e expandem-se internacionalmente atuando simultaneamente em mercado competitivos e de demanda crescente, o que lhes exigem recursos superiores outros que economias de escala e escopo. Concessões de serviços públicos, com demanda altamente inelástica, têm seu desempenho superior explicado por suas rendas de monopólio. Sujeitas a riscos regulatórios, é necessário ao seu desempenho superior que o poder dos acionistas seja explorado estrategicamente na esfera institucional para que as decisões dos órgãos reguladores sejam benéficas às suas empresas.

---

## 5. CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS E METODOLÓGICAS

---

A primeira contribuição deste estudo em relação à tradição do campo é a busca de configurações que transponham as barreiras dos setores, envelopes não naturais criados por classificações industriais, abordagem sugerida por De Sarbo e Grewal (2008) e Short, Payne e Ketchen (2008) e defendida por Thomas e Venkatraman (1988).

A segunda contribuição deste estudo em relação à tradição do campo é a utilização das imperfeições de mercado como variáveis. Parte da premissa mais robusta e central das teorias em Estratégia Empresarial, ou seja, que empresas precisam explorar imperfeições de mercado para obter lucros extraordinários.

A terceira contribuição deste estudo é o levantamento exaustivo das premissas do mercado perfeito e as respectivas falhas ou imperfeições de mercado que podem ser utilizadas como base para estudos posteriores.

A quarta contribuição deste estudo é o uso de variáveis qualitativas, obtidas através da técnica de Análise Categorical de Conteúdo Semântico que possibilitou identificar fatores multidimensionais não encontrados em dados quantitativos. Apesar de limitadas, as informações obtidas em relatórios publicados por Bancos de Investimento e Corretoras de Valores são ricas em informações que podem, em outros estudos, ser complementadas com informações primárias.

A quinta contribuição deste estudo é o uso da Análise Qualitativa Comparativa (*Qualitative Comparative Analysis - QCA*) conforme sugestão de Fiss (2007). O método baseia-se em álgebra booleana e permite a redução das variáveis às necessárias e suficientes ao desempenho. Desenvolvido por Charles Ragin e sua equipe para tratar pequenas amostras no campo da Ciência Política, a metodologia mostrou-se capaz de tratar relações constitutivas com causalidade complexa, relações não lineares e não simétricas e também, equifinalidade encontradas nas configurações organizacionais (Ragin et al, 2006).

A sexta contribuição deste estudo é o desenvolvimento de etapas metodológicas replicáveis, a saber, (1) levantamento de informações sobre desempenho de empresas na base Economatica,

(2) utilização dos construtos de imperfeições de mercado como variáveis (3) Análise Categorical de Conteúdo Semântico de relatórios emitidos por Bancos de Investimento e Corretoras de Valores e (4) análise dos dados através da metodologia QCA/MDSO e programa fsQCA 2.0 (Ragin, 2008; Rihoux & Ragin, 2009; Ragin et al, 2006).

A sétima contribuição deste estudo foi mostrar que teorias que visam a explicar o desempenho superior das firmas brasileiras devem contemplar minimamente a exploração de cinco falhas de mercado: (1) LOCALIDADE (EMPRESA INTERNACIONALIZADA), (2) CRESCIMENTO DA DEMANDA, (3) TAMANHO, (4) RECURSOS (FÍSICOS, TECNOLÓGICOS e QUALIDADE) e (5) GOVERNO (REGULAÇÃO).

Finalmente a oitava contribuição deste estudo é mostrar que a combinação de falhas de mercado exploradas por empresas abertas brasileiras de alto desempenho é contingencial à estrutura do mercado. Este estudo identificou grupos de ocorrências que independem do setor e sim da forma de concorrência e da elasticidade da demanda.

---

## 6. CONTRIBUIÇÕES PRÁTICAS

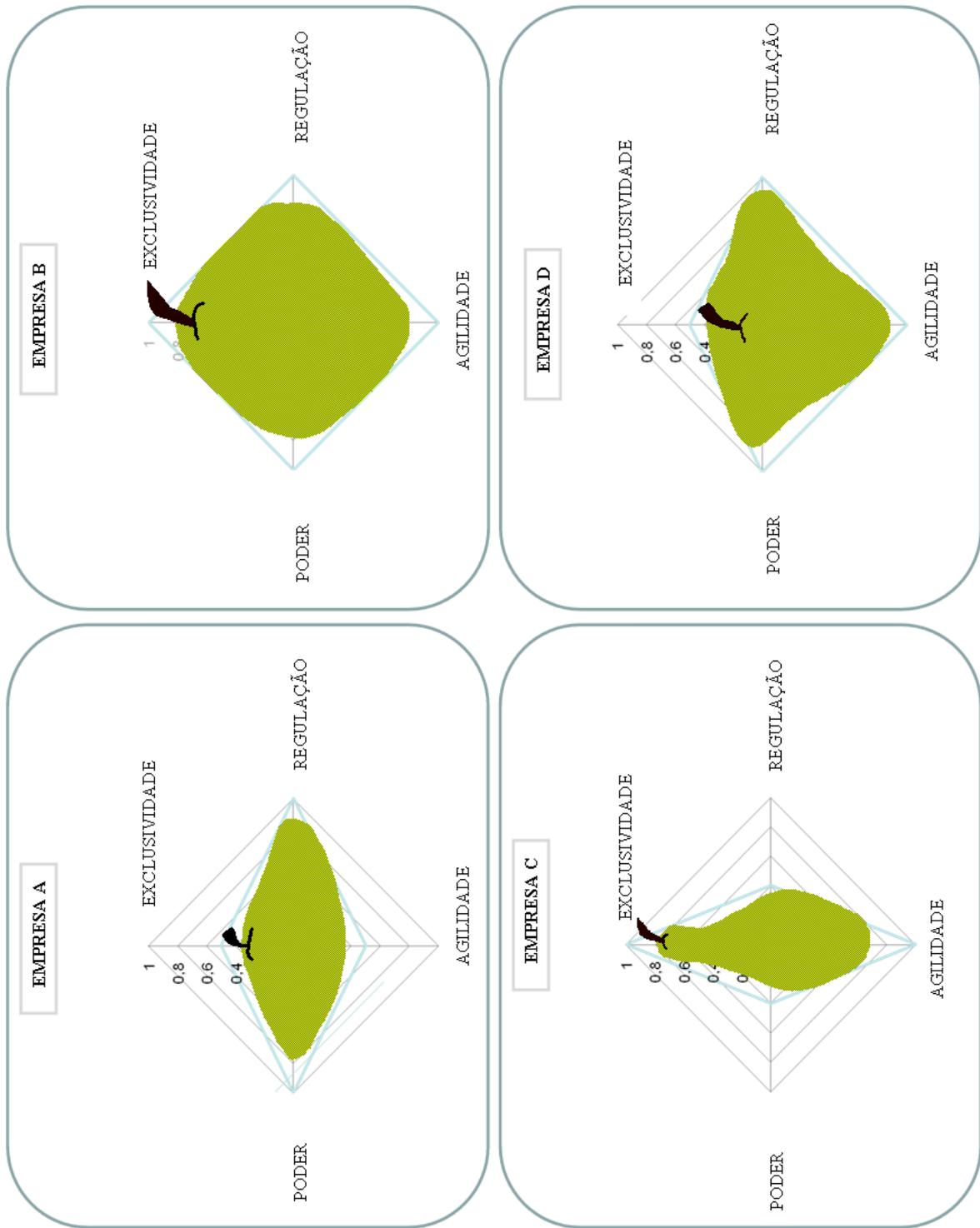
---

A ideia de que explorar imperfeições de mercado contribui para o desempenho superior da firma pode auxiliar gestores na busca de geração de lucros. O agrupamento de imperfeições em quatro grandes grupos permite a criação de um *framework* de fácil operacionalização e capaz de sintetizar a complexidade através de recursos metafóricos linguísticos e pictóricos. Admitindo que indivíduos tenham capacidade de processamento mental limitada e que essa capacidade deva ser utilizada para processar grandes quantidades de informações ambíguas (Simon, 1955; March & Simon, 1958) este *framework* cria mais uma representação situacional simplificada (Kiesler & Sproull, 1982; O'Keefe & Nadel, 1978; Weick & Bougon, 1986; Huff, 1990), porém capaz de gerar *insights* modificando assim lentes cognitivas ou modelos mentais (Narayanan & Fahey 1990; Nisbett & Ross, 1980).

O *framework* chama-se PEAR ou PERA em português, metáfora linguística criada pelas primeiras letras dos agrupamentos de falhas de mercado: Poder (*Power*), Exclusividade (*Exclusivity*), Agilidade (*Agility*) e Regulação (*Regulation*). A operacionalização do *framework* consiste em somar as falhas exploradas nas quatro dimensões em uma pequena escala sem valor científico, mas com valor comparativo. A escala é plotada em um gráfico do tipo radar e sobre ele desenhadas as formas de peras (metáfora pictórica).

No quadro 32 foram descritos quatro possíveis exemplos de configurações. As metáforas visuais ou pictóricas das empresas A e B sugerem que essas empresas são pesadas, estáveis. A empresa C, magra (ágil), mas instável, precisa trabalhar suas capacidades dinâmicas e de inovação para se manter. A empresa D é disforme e se confunde com outras frutas, já que seus produtos são tão pouco exclusivos.

Esse *framework* possibilita às empresas comparar seu perfil de falhas com concorrentes e empresas líderes permitindo *insights* sobre estratégias a ser adotadas para geração e manutenção do valor.



QUADRO 32 – FRAMEWORK DA PERA (PEAR FRAMEWORK)

---

## 7. PESQUISAS FUTURAS

---

Diversos estudos podem complementar os resultados desta pesquisa. Em relação a variável dependente, há necessidade de identificar empresas que atendam a noções de desempenho multidimensionais. Em relação ao escopo, há necessidade de se estudar configurações de empresas com médio e baixo desempenho. Em relação a variáveis tácitas como recursos e capacidades dinâmicas, há necessidade de refinar os dados através de informações primárias. Finalmente, esta metodologia também pode ser replicada em outros países cujos contextos podem exigir configurações de explorações de imperfeições de mercado diversas às encontradas no Brasil.

---

## 8. REFERÊNCIAS

---

- Adner, R., & Helfat, C. E. (2003). Corporate effects and dynamic managerial capabilities. *Strategic Management Journal*, 24(10), 1011-1025.
- Agrawal, A., & Jaffe, J. F. (1999). The Post-merger Performance Puzzle. SSRN eLibrary.
- Ahuja, G. (2000). Collaboration Networks, Structural Holes, and Innovation: A Longitudinal Study. *Administrative Science Quarterly*, 45(3), pp. 425-455.
- Ahuja, G., & Katila, R. (2001). Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: a longitudinal study. *Strategic Management Journal*, 22(3), 197-220.
- Alber, J., & Standing, G. (2000). Social dumping, catch-up or convergence? Europe in a comparative global context. *Journal of European Social Policy*, 10(2), 99-119.
- Alchian, A. A. (1950). Uncertainty, Evolution, and Economic Theory. *Journal of Political Economy*, 58(3), 211-211.
- Alchian, A. A., & Woodward, S. (1988). Reviewed work(s): The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting. by Oliver E. Williamson. *Journal of Economic Literature* 26(1), 65-79.
- Amaldoss, W., & Jain, S. (2005). Conspicuous Consumption and Sophisticated Thinking. *Management Science*, 51(10), 1449-1466.
- Amit, R., & Schoemaker, P. J. H. (1993). Strategic assets and organizational rents. *Strategic Management Journal*, 14, 33-46.
- Anderson, R. J., & Crocker, T. D. (1971). Air Pollution and Residential Property Values. *Urban Studies*, 8(3), 171-180.
- Anderson, R. M., & Zame, W. R. (1998). Edgeworth's conjecture with infinitely many commodities: commodity differentiation. 11, 331-377.
- Andrade, E. B., & Cohen, J. B. (2007). On the Consumption of Negative Feelings. *Journal of Consumer Research*, October 2007.
- Asch, P., & Seneca, J. J. (1975). Characteristics of collusive firms. *Journal of Industrial Economics*, 23(3), 223.
- Asch, P., & Seneca, J. J. (1976). Is collusion profitable? *Review of Economics & Statistics*, 58(1), 1.
- Ashforth, B. E., & Gibbs, B. W. (1990). The Double-Edge of Organizational Legitimation. *Organization Science*, 1(2), 177-194.
- Atkinson, A. B., & Micklewright, J. (1991). Unemployment Compensation and Labor Market Transitions: A Critical Review. *Journal of Economic Literature*, 29(4), 1679-1727.

- Bacharach, S. B. (1989). Organizational Theories: Some Criteria for Evaluation. *Academy of Management Review*, 14, 496-515.
- Bailey, K. D. (1994). *Methods of Social Research*. New York: The Free Press.
- Bain, J. S. (1949). A Note on Pricing in Monopoly and Oligopoly *The American Economic Review*, Vol. 39(No. 2 ), 448-464.
- Bain, J. S. (1956). *Barriers to New Competition*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Bain, J. S. (1968). *Industrial organization*. New York: John Wiley & Sons.
- Bain, J. S. (1972). *Essays on price theory and industrial organization*: Little, Brown.
- Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2004). A mensuração multivariada da 'performance' e suas componentes de variância: uma análise dos efeitos do ano, indústria e firma no contexto brasileiro. Paper presented at the Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração.
- Bardin, L. (1994). *Análise de Conteúdo*. Lisboa: Edições 70.
- Barney, J. (1986). STRATEGIC FACTOR MARKETS: EXPECTATIONS, LUCK, AND BUSINESS STRATEGY. *Management Science*, 32, 1231-1241.
- Barney, J. (1986). Types of Competition and the Theory of Strategy: Toward an Integrative Framework. *The Academy of Management Review*, 11(4), 791-800.
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17, 99.
- Barney, J. (1997). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Barney, J. (2001). Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. *Journal of Management*, 27, 643.
- Barney, J., & Clark, D. N. (2007). *Resource-based theory: creating and sustaining competitive advantage*: Oxford University Press.
- Barney, J., & Hesterly, W. (1999). Organizational Economics: Understanding the Relationship between Organizations and Economic Analysis. In S. R. C. a. C. Hardy (Ed.), *Studying Organization*. London: Sage Publications.
- Barney, J., & Hoskisson, R. E. (1990). Strategic Groups: Untested Assertions and Research Proposals. *Managerial & Decision Economics*, 11(3), 187-198.
- Barney, J., & Wright, P. M. (1998). On becoming a strategic partner: The role of human resources in gaining competitive advantage. *Human Resource Management*, 37(1), 31-46.
- Beck, R., Hoskins, C., & Connolly, J. M. (1992). Rent extraction through political extortion: an empirical examination. *Journal of Legal Studies*, 21(1), 217.

- Berg, S. V., & Tschirhart, J. (1989). *Natural Monopoly Regulation* Cambridge University Press.
- Berg-Schlosser, D., De Meur, G., Rihoux, B., & Ragin, C. C. (2009). Qualitative Comparative Analysis (QCA) as an Approach. In B. Rihoux & C. C. Ragin (Eds.), *Configurational Comparative Methods* (pp. 1-18). Thousand Oaks: Sage Publications, Inc.
- Berg-Schlosser, D., & De Meur (2009). Comparative Research Design, case and variable selection. In B. Rihoux & C. C. Ragin (Eds.), *Configurational Comparative Methods* (pp. 1-18). Thousand Oaks: Sage Publications, Inc.
- Berger, P. L., & Luckmann, T. (1974). *Construção social da realidade: tratado de sociologia do conhecimento*. Petrópolis, RJ: Vozes.
- Bettis, R., & Prahalad, C. K. (1995). The Dominant Logic: Retrospective and Extension. *Strategic Management Journal*, 16(1), 5-14.
- Bettis, R. A., & Prahalad, C. K. (1995). THE DOMINANT LOGIC: RETROSPECTIVE AND EXTENSION. *Strategic Management Journal*, 16, 5-14.
- Bhaskar, V., Manning, A., & To, T. (2002). Oligopsony and Monopsonistic Competition in Labor Markets. *Journal of Economic Perspectives*, 16(2), 155.
- Bielschowsky, R. (1988). *Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo*. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes.
- Blair, R. D., & Harrison, J. (1993). *Monopsony: Antitrust and Economics*. Princeton: Princeton University Press.
- Bresnahan, T. F., & Gambardella, A. (2004). *Bulding High-tech clusters: Silicon Valley and beyond*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Brito, L. A. L., & Vasconcelos, F. C. (2004). Firm performance in LatinAmerica: a different game? . Paper presented at the Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduaçãoe Pesquisa em Administração.
- Brown, J. S., Collins, A., & Duguid, P. (1989). Situated Cognition and the Culture of Learning. 18, 32-42.
- Brown, S., & Eisenhardt, K. (1997). The Art of Continuous Change: Linking Complexity Theory and Time-Paced Evolution in Relentlessly Shifting Organizations. *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 1-34.
- Brown, T. J., Dacin, P. A., Pratt, M. G., & Whetten, D. A. (2006). Identity, Intended Image, Construed Image, and Reputation: An Interdisciplinary Framework and Suggested Terminology. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(2), 99-106.
- Bryan, L. L., & Kay, J. (1999). Dialogue: Can a Company Ever Be Too Big. *The McKinsey Quarterly*.
- Burrell, G., & Morgan, G. (1979). *Elements of Sociology and Corporate Life*. London: Heinemann.

- Busenitz, L. W., & Lau, C.-M. (1996). A Cross-Cultural Cognitive Model of New Venture Creation. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 20, 25-39.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781-794.
- Cartwright, S. (2005). Mergers and acquisitions: An update and appraisal. In G. P. Hodgkinson & J. K. Ford (Eds.), *International Review of Industrial and Organizational Psychology*, (Vol. 20, pp. 1-38). Chichester: John Wiley.
- Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1996). *Managing Mergers, Acquisitions & Strategic Alliances: Integrating People and Cultures*. Oxford: Butterworth-Heinemann.
- Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*, 17(S1), S1-S5.
- Caves, R. E., & Porter, M. E. (1977). From entry barriers to mobility barriers: conjectural decisions and contrived deterrence to new competition. *Quarterly Journal of Economics*, 91(2), 241-261.
- Chamberlin, E. H. (1956). *The Theory of Monopolistic Competition* (5<sup>a</sup> ed.). Cambridge: Harvard University Press.
- Chambers, R. A., & Potenza, M. N. (2003). Neurodevelopment, Impulsivity, and Adolescent Gambling. *Journal of Gambling Studies*, 19(1), 53-84.
- Chandler, A. (1962). *Strategy and Structure*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Chauvin, K. W., & Guthrie, J. P. (1994). Labor Market Reputation and the Value of the Firm. *Managerial & Decision Economics*, 15(6), 543-552.
- Child, J. (1997). Strategic Choice in the Analysis of Action, Structure, Organizations and Environment: Retrospect and Prospect. *Organization Studies* (Walter de Gruyter GmbH & Co. KG.), 18, 43.
- Child, J., Pitkethly, R., & Faulkner, D. (1999). Changes in Management Practice and the Post-Acquisition Performance Achieved by Direct Investors in the UK. *British Journal of Management*, 10(3), 185-198.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm *Economica* (Vol. 4, pp. pp. 386-405).
- Cohen, M., March, J., & Olsen, J. (1972). A Garbage Can Model of Organizational Choice. *Administrative Science Quarterly*, 17(1), 1-25.
- Cohen, W., & Levinthal, D. (1990). Absorptive Capacity: A New Perspective on Learning and Innovation. *Administrative Science Quarterly*, 35(1), 128-152.
- Combs, J. G., Crook, T. R., & Shook, C. L. (2005 ). The Dimensionality of Organizational Performance and its Implications for Strategic Management Research. In D. D. B. David J. Ketchen (Ed.), *Research Methodology in Strategy and Management* (Vol. 2, pp. 259 - 286). Bingley, UK: Emerald Group Publishing Limited.

- Conn, C., Cosh, A., & Hughes, A. (2001). Long-Run Share Performance of UK Firms Engaging in Cross-Border Acquisitions. ESRC Centre for Business Research - Working Papers.
- Conner, K. R. (1991). A Historical Comparison of Resource-Based Theory and Five Schools of Thought Within Industrial Organization Economics: Do We Have a New Theory of the Firm? *Journal of Management*, 17, 121.
- Cool, K., & Schendel, D. (1988). Performance differences among strategic group members. *Strategic Management Journal*, 9, 207-223.
- Cool, K., & Schendel, D. (1988). Performance differences among strategic group members. *Strategic Management Journal*, 9(3), 207-223.
- Cournot, A. (1838). Mémoire sur les applications du calcul des chances à la statistique judiciaire. *Journal de Mathématiques Pures et Appliquées*, 3, 257-334.
- Cournot, A. (1897). *Researches into the Mathematical Principles of the Theory of Wealth*: The Macmillan Company
- Cox Jr, W. E. (1967). Product life Cycles as Marketing Models. *Journal of Business*, 40, 375-384.
- Cromar, P. (1977). The Coal Industry on Tyneside 1771-1800: Oligopoly and Spatial Change *Economic Geography*, 53(1), 79-94.
- Dacin, M. T., Oliver, C., & Roy, J.-P. (2007). The legitimacy of strategic alliances: an institutional perspective. *Strategic Management Journal*, 28(2), 169-187.
- Daft, R., & Weick, K. (1984). Toward a Model of Organizations as Interpretation Systems. *The Academy of Management Review*, 9(2), 284-295.
- Damasio, A. R. (1994). *Descartes Error: Emotion, Reason and the Human Brain*. New York: G.P. Putnam's Sons.
- Darwin, C. (1860). *On the Origin of Species by Means of Natural Selection or the Preservation of Favoured Races in the Struggle for Life*. (2nd edition) London: John Murray.
- D'Aveni, R. A., & Ravenscraft, D. J. (1994). Economies of Integration versus Bureaucracy Costs: Does Vertical Integration Improve Performance? . *The Academy of Management Journal*, Vol. 37(No. 5), pp. 1167-1206.
- Davis, J., Eisenhardt, K., & Bingham, C. (2007). Complexity theory, market dynamism, and the strategy of simple rules. Working paper, Stanford Technology Ventures Program, Stanford University, Stanford, CA.
- De Geus, A. P. (1988). Planning as learning. *Harvard Business Review*, 66(2), 70-74.
- De Meur, G., & Gottcheiner, A. (2009). The Logic and Assumptions of MDSO\_MSDO Designs. In D. Byrne & C. C. Ragin (Eds.), *The Sage Handbook of Case-Based Methods*. London: Sage Publications Ltd.

- De Vries, M. F. R. K., & Miller, D. (1986). Personality, Culture, and Organization. *Academy of Management Review*, 11, 266-279.
- Dean, J. (1950). Pricing Policies for New Products. *Harvard Business Review*, 28, 45-53.
- Delapierre, M., & Mytelka, L. K. (1998). *Blurring Boundaries: New Interfirm Relationship and the Emergence of Networked Knowledge-based Oligopolies*. Routledge: M.B Colombo.
- Delapierre, M., & Mytelka, L. K. (2003). Cascades d'innovations et nouvelles strategies oligopolistiques. *Revue d'Economie industrielle*, 233-252.
- Delapierre, M., & Mytelka, M. K. (1988). Décomposition Recomposition de Oligopoles. *Cahier de l'ISMEA - Économie et Société*, 11-12.
- Dellagnello, E. H. L., & Carvalho e Silva, R. (2005). Análise de conteúdo e sua aplicação em pesquisa de Administração Pesquisa Qualitativa em Administração, Teoria e Prática. Rio de Janeiro: Editora FGV.
- Dellagnello, E. H. L., & Carvalho e Silva, R. (2005). Análise de conteúdo e sua aplicação em pesquisa de Administração. Rio de Janeiro: Editora FGV.
- Demsetz, H. (1973). Industry structure, market rivalry, and public policy. *Journal of Law & Economics*, 16(1), 1-9.
- DeSarbo, W. S., & Grewal, R. (2008). Hybrid strategic groups. *Strategic Management Journal*, 29, 293-317.
- Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Using Frontier Analysis to Evaluate Company Performance. *British Journal of Management*.
- Dewey, D. (1979). Information, Entry, and Welfare: The Case for Collusion. *American Economic Review*, 69(4), 587-594.
- Dick, A., Chakravarti, D., & Biehal, G. (1990). Memory-Based Inferences During Consumer Choice. *Journal of Consumer Research*, 17, 82-93.
- Dierickx, I., & Cool, K. (1989). Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management Science*, 35, 1504-1511.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48, 147-160.
- Dixit, A., & Pindyck, R. (1994). *Investment under uncertainty*: Princeton UP, Princeton.
- Dyer, J. H., & Singh, H. (1998). The relational view: cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage. *Academy of Management Review*, 23, 660-679.
- Edgeworth, F. Y. (1881). *Mathematical Psychics: An Essay on The Application of Mathematics to The Moral Sciences*. London: C. Kegan & Co.

- Eisenhardt, K. M. (1989). Making fast strategic decisions in high-velocity environments. *Academy of Management Journal*, 32, 543-576.
- Ellert, J. C. (1976). Mergers, antitrust law enforcement and stockholders returns. *Journal of Finance*, 31, 715-732.
- Elsbach, K. D., & Sutton, R. I. (1992). Acquiring Organizational Legitimacy through Illegitimate Actions: A Marriage of Institutional and Impression Management Theories. *The Academy of Management Journal*, 35(4), 699-738.
- Elster, J. (1989). Social Norms and Economic Theory. *The Journal of Economic Perspectives*, 3(4), 99-117.
- Epple, D. (1987). Hedonic Prices and Implicit Markets: Estimating Demand and Supply Functions for Differentiated Products. *Journal of Political Economy*, 95(1), 59-59.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301.
- Fiegenbaum, A., & Thomas, H. (1995). Strategic Groups as Reference Groups: Theory, Modeling and Empirical Examination of Industry and Competitive Strategy. *Strategic Management Journal*, 16, 461-476.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1990). Top-Management-Team Tenure and Organizational Outcomes: The Moderating Role of Managerial Discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35, 484-503.
- Fiss, P. C. (2007). A Set-Theoretic Approach to Organizational Configurations. *Academy of Management Review*, 32, 1180-1198.
- Fonseca, P. C. D. (2000). As origens e as vertentes formadoras do pensamento cevalino. *Rev. Bras. Econ.* [online], 54(3), 333-358.
- Foss, N. J., & Knudsen, T. r. (2003). The Resource-Based Tangle: Towards a Sustainable Explanation of Competitive Advantage. *Managerial & Decision Economics*, 24, 291-307.
- Frank Jr, C. R. (1965). Entry in a Cournot Market. *Review of Economic Studies*, 32, 245.
- Frijda, N. H. (1999). Emotions and hedonic experience. In E. D. D. Kahneman, & N. Schwarz (Ed.), *Well-being: The foundations of hedonic psychology* (190-210). New York: Russell Sage Foundation.
- Galbraith, C., & Schendel, D. (1983). An Empirical Analysis of Strategy Types. *Strategic Management Journal*, 4, 153-173.

- Giddens, A. (1989). *A constituição da sociedade*. São Paulo: Martins Fontes.
- Goldszmidt, R. G. B., Brito, L. A. L., & Vasconcelos, F. C. d. (2007). O efeito país sobre o desempenho da firma: uma abordagem multinível. *Revista de Administração de Empresas*, 47, 1-14.
- Gooding, R. Z., & Wagner, J. A. (1985). A Meta-Analytic Review of the Relationship between Size and Performance: The Productivity and Efficiency of Organizations and Their Subunits. *Administrative Science Quarterly*, 30, 462-481.
- Goyal, A., & Moraga-González, J. L. (2001). R&D Networks The *RAND Journal of Economics*, Vol. 32(No. 4 ), pp. 686-707
- Granovetter, M. (2008). *Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness*: Blackwell Publishers Ltd.
- Grant, R. M. (1996). Toward a Knowledge-Based Theory of the Firm. *Strategic Management Journal*, 17, 109-122.
- Greenhut, M., Norman, G., & Hung, C. (1987). *The economics of imperfect competition. An spatial approach*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1998). The Influence of Organization Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. SSRN eLibrary.
- Halpern, P. J. (1973). Empirical Estimates of the Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers. *Journal of Business*, 46(4), 554-575.
- Hambrick, D. C. (1984). Taxonomic Approaches to Studying Strategy: Some Conceptual and Methodological Issues. *Journal of Management*, 10, 27-41.
- Hambrick, D. C., & Finkelstein, S. (1987). Managerial Discretion: a Bridge Between Polar Views of Organizational Outcomes. *Research in Organizational Behavior*, 9, 369.
- Hannan, M. T., & Freeman, J. (1984). Structural Inertia and Organizational Change. *American Sociological Review*, Vol. 49(2), 149-164.
- Harrigan, K. R. (1983). Research Methodologies for Contingency Approaches to Business Strategy *The Academy of Management Review*, 8(3).
- Harrigan, K. R. (1985). *Strategies for joint ventures*: Free Press.
- Harrigan, K. R. (1988). JOINT VENTURES AND COMPETITIVE STRATEGY. *Strategic Management Journal*, 9, 141-158.
- Harrison, D., & Rubinfeld, D. L. (1978). Hedonic housing prices and the demand for clean air. *Journal of Environmental Economics and Management*, 5(1), 81-102.
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991 ). The challenge of renewal through acquisitions. *Strategy & Leadership* Vol. 19(no. 2), pp. 27-30.

- Hatten, K. J., & Hatten, M. L. (1987). Strategic Groups, Asymmetrical Mobility Barriers and Contestability. *Strategic Management Journal*, 8, 329-342.
- Hatten, K. J., Schendel, D. E., & Cooper, A. C. (1978). A Strategic Model of the U.S. Brewing Industry: 1952-1971 *The Academy of Management Journal*, 21(4), 592-610.
- Haugtvedt, C., & Kasmer, J. A. (2008). Attitude Change and Persuasion. In C. Haugtvedt (Ed.), *Handbook of Consumer Psychology*. New York: Lawrence Erlbaum Associates.
- Hawawini, G., Subramanian, V., & Verdin, P. (2004). The home country in the age of globalization: how much does it matter for firm performance? *Journal of World Business*, 39(2), 121-135.
- Hayward, M. L. A. (2002). When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990 to 1995. *Strategic Management Journal*, 23(1), 21-39.
- Hedberg, B. (1981). How organizations learn and unlearn? In P. C. Nystrom & W. H. Starbuck (Eds.), *Handbook of organizational design* London: Oxford University Press.
- Hill, C. W. L. (1990). Cooperation, Opportunism, and the Invisible Hand: Implications for Transaction Cost Theory. *The Academy of Management Review*, 15 (3), 500-513.
- Hoch, I., & Drake, J. (1974). Wages, Climate, and the Quality of Life. *Journal of Environmental Economics and Management*, 1, 268-295.
- Hofstede, G. (1980). CULTURE AND ORGANIZATIONS. *International Studies of Management & Organization*, 10(4), 15-41.
- Holbrook, M. B., & Hirschman, E. C. (1982). The Experiential Aspects of Consumption: Consumer Fantasies, Feelings, and Fun *The Journal of Consumer Research*, 9 (2), 132-140.
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Wan, W. P., & Yiu, D. (1999). Theory and research in strategic management: Swings of a pendulum. *Journal of Management*, 25 (3), 417-456.
- Hotelling, H. (1929). Stability in Competition. *The Economic Journal*, 39(153), 41-57.
- Huff, A. S. (1990). *Mapping Strategic Thought*: John Wiley & Sons Inc.
- Hughes, T. P. (1987). The Evolution of Large Technological Systems. In T. P. H. Wiebe E. Bijker, and Trevor Pinch (Ed.), *The Social Construction of Technological Systems: The MIT Press*.
- Hunt, M. S. (1972). *Competition in the major home appliance industry, 1960-1970*. Harvard University.
- Hurter, A. P., & Lederer, P. J. (1985). Spatial duopoly with discriminatory pricing. *Regional Science and Urban Economics*, 15(4), 541-553.
- Hutchinson, J. W., & Eisenstein, E. M. (2008). Consumer Learning and Expertise. In C. Haugtvedt (Ed.), *Handbook of Consumer Psychology*. New York: Lawrence Erlbaum Associates.

- Isen, A. M. (2008). Positive Affect and Decision Processes: Some Recent Theoretical Developments With Practical Implications. In C. Haugtvedt (Ed.), *Handbook of Consumer Psychology*. New York: Lawrence Erlbaum Associates.
- Itami, H., & Roehl, T. W. (1987). *Mobilizing Invisible Assets*: Harvard University Press.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jevons, W. S. (1871). *The Theory of Political Economy*. London: Macmillan.
- John, D. R. (2008). Stages of Consumer Socialization: The Development of Consumer Knowledge, Skills, and Values From Childhood to Adolescence. In C. Haugtvedt (Ed.), *Handbook of Consumer Psychology*. New York: Lawrence Erlbaum Associates.
- Kardes, F. R., Posavac, S. S., Cronley, M. L., & Herr, P. M. (2008). Consumer Inference. In C. Haugtvedt (Ed.), *Handbook of Consumer Psychology*. New York: Lawrence Erlbaum Associates.
- Katz, D., & Kahn, R. (1966). *The social psychology of organizations*: Wiley.
- Kelso, J. A. S. (1995). *Dynamic Patterns: The Self-Organization of Brain and Behavior*: The MIT Press.
- Kempf, D. S. (1999). Attitude formation from product trial: Distinct roles of cognition and affect for hedonic and functional products. *Psychology and Marketing*, 16(1), 35-50.
- Ketchen, D. J., Jr, Snow, C. C., & Hoover, V. L. (2004). Research on Competitive Dynamics: Recent Accomplishments and Future Challenges. *Journal of Management*, 30, 779-804.
- Keynes, J. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. [myebooks.dyndns.org](http://myebooks.dyndns.org) (online) eBook No.: 0300071h.html.
- Kiesler, S., & Sproull, L. (1982). Managerial Response to Changing Environments: Perspectives on Problem Sensing from Social Cognition. *Administrative Science Quarterly*, 27, 548-570.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.
- King, G., Keohane, R. O., & Verba, S. (1994). *Designing Social Inquiry: Scientific Inference in Qualitative Research*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Kitching, J. (1974). Winning and Losing With European Acquisitions. *Harvard Business Review of Economics & Statistics*, 52, 124-136.
- Klein, B., Crawford, R. G., & Alchian, A. A. (1978). Vertical Integration, Appropriate Rents, and the Competitive Contracting Process. *The Journal of Law and Economics*, 21(2), 297-297.
- Klepper, S. (1997). Industry Life Cycles. *Industrial and Corporate Change*, 6(1).

- Knight, F. H. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Co.
- Kostova, T., & Roth, K. (2002). Adoption of an Organizational Practice by Subsidiaries of Multinational Corporations: Institutional and Relational Effects *The Academy of Management Journal*, 45(1), 215-233
- Krugman P. (1991). *Geography and Trade*. Cambridge: MA., MIT Press.
- Krugman P. (1995). *Development, Geography, and Economic Theory*. Cambridge: MA, MIT Press.
- MATHIS J., MAZIER J., RIVAUD-DANSET D.,
- Kuhl, J., & Beckmann, J. (1985). Historical Perspectives in the Study of Action Control. In J. K. a. J. Beckmann (Ed.), *Action Control: From Cognition to Behavior* (pp. 89-100). Berlin: Springer-Verlag.
- Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy*, 102, 1248.
- Langer, E. (1975). The Illusion of Control. *Journal of Personality and Social Psychology*, 32, 311-328.
- Lazzarini, S. G. (2011). *Capitalismo de Laços*. Rio de Janeiro: Elsevier Editora.
- Lenway, S., & Morck, R. (1996). RENT SEEKING, PROTECTIONISM AND INNOVATION IN THE AMERICAN STEEL INDUSTRY. *Economic Journal*, 106(435), 410-421.
- Levitt, T. (1965). Exploit the Product Life Cyde. *Harvard Business Review*, 18, 81-94.
- Lichtenstein, S., Fischhoff, B., & Phillips, L. (1982). Calibration of probabilities: The state of the art to 1980. In P. S. A. T. D. Kahneman (Ed.), *udgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge: Cambridge University Press. .
- Loken, B., Barsalow, L. W., & Joiner, C. (2008). Categorization Theory and Research in Consumer Psychology: Category Representation and Category-based Inference. In C. Haugtvedt (Ed.), *Handbook of Consumer Psychology*. New York: Lawrence Erlbaum Associates.
- Lopes Fávero, L. P. (2008). Efeito Tempo, Firma e País no Desempenho: Uma Análise sob a Perspectiva da Modelagem Hierárquica com Medidas Repetidas. *BBR - Brazilian Business Review (on-line)*(5 Septiembre-Diciembre).
- Machado-da-Silva, C. L., Fonseca, V. S. d., & Crubellate, J. M. (2010). Estrutura, Agência e Interpretação: Elementos para uma Abordagem Recursiva do Processo de Institucionalização. *Revista de Adimistração Contemporânea*, 14(Edição Especial).
- MacMillan, I. C., & McGrath, R. G. (1997). Discovering new points of differentiation. *Harvard Business Review*, Jul-Aug(4), 133-143.

- Maggioni, V., Sorrentino, M., & Williams, M. (1999). Mixed Consequences of Government Aid for New Venture Creation: Evidence from Italy. *Journal of Management and Governance*, 3 (3), 287-305.
- Mahoney, J. T. (1992). The Choice of Organizational Form: Vertical Financial Ownership Versus Other Methods of Vertical Integration. *Strategic Management Journal*, 13, 559-584.
- Mahoney, J. T., & Pandian, J. R. (1992). The Resource-based View Within the Conversation of Strategic Management. *Strategic Management Journal*, 13, 363-380.
- Mandelker, G. (1974). Risk and Return: The Case of Merging Firms. *Journal of Financial Economics*, 1, 303-335.
- Mann, H. M. (1966). Seller Concentration, Barriers to Entry, and Rates of Return in Thirty Industries, 1950-1960. *Review of Economics & Statistics*, 48(3), 296.
- Manning, P. K., Cullum-Swan, B., Denzin, N. K., & Lincoln, Y. S. (1998). *Narrative, content and semiotic analysis* (pp. 246-273): Sage Publications, Inc.
- Mano, H., & Oliver, R. L. (1993). Assessing the Dimensionality and Structure of the Consumption Experience: Evaluation, Feeling, and Satisfaction. *Journal of Consumer Research*, 20, 451-466.
- Mantonakis, B., Whittlesea, W. A., & Yoon, C. (2008). Consumer Memory, Fluency, and Familiarity. In H. K. Haugtvedt (Ed.), *Handbook of Consumer Psychology*. New York: Lawrence Erlbaum Associates.
- March, J. G. (1991). Exploration and Exploitation in Organizational Learning. *Organization Science*, 2, 71-87.
- March, J. G., Simon, H. A., & Ghertkow, H. S. (1958). *Organizations*: John Wiley & Sons.
- Markides, C. C., & Williamson, P. J. (1994). Related diversification, core competences and corporate performance. *Strategic Management Journal*, 15(S2), 149-165.
- Marshall, A. (1920). *Principles of Economics*.: Library of Economics and Liberty.
- Mason, E. S. (1939). Price and Production Policies of Large-scale Enterprise. *American Economic Review*, 29, 61.
- Más-Ruiz, F. J., Nicolau-González, J. L., & Ruiz-Moreno, F. (2005). Asymmetric Rivalry Between Strategic Groups: Response, Speed of Response and ex ante vs. ex post Competitive Interaction in the Spanish Deposit Market. *Strategic Management Journal*, 26, 713-745.
- Mathews, J. A. (2006). *Strategizing, disequilibrium, and profit*. Stanford, CA: Stanford University Press.
- McGahan, A. M. (2004). *How industries evolve: principles for achieving and sustaining superior performance*. Boston, MA: Harvard Business School Press.

- McGee, J. (1975). Efficiency and economies of size. In H. M. M. H. Goldschmid, & J.F. Weston (Ed.), *Industrial concentration: The new learning* (pp. 55-97). Boston: Little, Brown.
- McGee, J., & Thomas, H. (1986). Strategic Groups: Theory, Research and Taxonomy. *Strategic Management Journal*, 7, 141-160.
- McGee, J., & Thomas, H. (1989). Research notes and communications strategic groups: a further comment. *Strategic Management Journal*, 10(1), 105-107.
- McNulty, P. J. (1967). A note on the history of perfect competition. *Journal of Political Economy*, 75(4), 395.
- McNulty, P. J. (1968). Economic theory and the meaning of competition. *Quarterly Journal of Economics*, 82(4), 639-656.
- Meyer, A. D. (1982). Adapting to Environmental Jolts. *Administrative Science Quarterly*, 27, 515-537.
- Meyer, A. D., Tsui, A. S., & Hinings, C. R. (1993). Configurational approaches to organizational analysis. *Academy of Management Journal*, 36, 1175-1195.
- Miles, R. E., Snow, C. C., Meyer, A. D., & Coleman, J. H. J. (1978). Organizational Strategy, Structure, and Process. *Academy of Management Review*, 3, 546-562.
- Mill, J. S. (1852). *System of Logic, Rationative and Inductive*. New York: Harper & Brothers Publishers.
- Miller, A. S., & Moore, C. A. (1994). Strengths and Limitations of Governmental Support for Environmental Technology in Japan. *Organization Environment*, 8(2), 155-169.
- Miller, D. (1987). The Genesis of Configuration. *Academy of Management Review*, 12, 686-701.
- Miller, D. (1988). Relating Porter's business strategies to environment and structure: analysis and performance implications. *Academy of Management Journal*, 31, 280-308.
- Miller, D. (1996). Configurations Revisited *Strategic Management Journal*, 17(7), 505-512.
- Miller, D., & Friesen, P. (1986). Porter's (1980) Generic Strategies and Performance: An Empirical Examination with American Data: Part II: Performance Implications. *Organization Studies*, 7(3), 255-261.
- Miller, D., & Friesen, P. (1984). *Organizations: A Quantum View*: Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Miller, D., & Shamsie, J. (1996). The resource-based view of the firm in two environments: the Hollywood film studios from 1936 to 1965. *Academy of Management Journal*, 39, 519-543.
- Mintzberg, H. (1973). Strategy-Making in Three Modes. [Article]. *California Management Review*, 16, 44-53.

- Mintzberg, H. (1979). *Structuring of organizations: a synthesis of the research*: Englewood Cliffs; Prentice-Hall.
- Mittal, B., & Lee, M.-s. (1989). A causal model of consumer involvement. *Journal of Economic Psychology*, 10(3), 363-389.
- Mittal, B., & Myung-Soo, L. (1989). A causal model of consumer involvement. *Journal of Economic Psychology*, 10, 363.
- Moore, H. L. (1897). *Cours d'Économie Politique*. By Vilfredo Pareto, Professeur à l'Université de Lausanne. Vol. I. Pp. 430. 1896. Vol. II. Pp. 426. 1897. Lausanne: F. Rouge The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science November 9, 128-131.
- Moore, H. L. (1906). Paradoxes of competition. *Quarterly Journal of Economics*, 20(2), 211-230.
- Moss, S. (1984). The History of the Theory of the Firm from Marshall to Robinson and Chamberlin: The Source of Positivism in Economics. *Economica*, 51(203), 307-318.
- Narayanan, V. K., & Fahey, L. (1990). Evolution of revealed causal maps during decline. In A. S. Huff (Ed.), *Mapping Strategic Thought*: John Wiley & Sons Inc.
- Narayandas, D., & Rangan, V. K. (1996). *Dell Computer Corporation*. Boston: Harvard Business School Publishing.
- Nelson, J. P. (2004). Meta-Analysis of Airport Noise and Hedonic Property Values. *Journal of Transport Economics and Policy*, 38, 1-27.
- Nelson, P. (1974). Advertising as Information. *Journal of Political Economy*, 82(4), 729.
- Nelson, R. R., & Winter, S. G. (1982). *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Newman, B. J. (1937). Factors in the Housing Problem. *The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science*, 190(1), 1-6.
- Newman, H. H. (1978). Strategic Groups and the Structure-Performance Relationship *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 60(3 Aug), 417-427
- Nickerson, J. A., Hamilton, B. H., & Wada, T. (2001). Market position, resource profile, and governance: linking Porter and Williamson in the context of international courier and small package services in Japan. *Strategic Management Journal*, 22, 251-273.
- Nisbett, R. E., & Ross, L. (1980). *Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgement*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Nooteboom, B., Van Haverbeke, W., Duysters, G., Gilsing, V., & van den Oord, A. (2007). Optimal cognitive distance and absorptive capacity. [Article]. *Research Policy*, 36, 1016-1034.

- O'Keefe, J., & Nadel, N. (1978). *The Hippocampus as a Cognitive Map*. Oxford, U.K.: Clarendon.
- Oliver, C. (1991). Strategic Responses to Institutional Processes *The Academy of Management Review*, 16(1), 145-179
- Oliver, C. (1997). The Influence of Institutional and Task Environment Relationships on Organizational Performance: The Canadian Construction Industry. *Journal of Management Studies*, 34(1), 99-124.
- Osborne, J. D., Stubbart, C. I., & Ramaprasad, A. (2001). Strategic groups and competitive enactment: a study of dynamic relationships between mental models and performance. *Strategic Management Journal*, 22, 435-454.
- Pagés, M., M., B., & Gaulejac, V. (1987). *O Poder nas Organizações*. São Paulo: Atlas.
- Palepu, K. (1985). Diversification strategy, profit performance and the entropy measure. *Strategic Management Journal*, 6(3), 239-255.
- Palich, L. E., Cardinal, L. B., & Miller, C. C. (2000). Curvilinearity in the diversification-performance linkage: an examination of over three decades of research. *Strategic Management Journal*, 21(2), 155-174.
- Panzar, J. C., & Willig, R. D. (1981). Economies of Scope. *The American Economic Review*, 71(2), (article consists of 5 pages)
- Parker, D. (2003). Performance, risk and strategy in privatised, regulated industries: The UKs experience. *International Journal of Public Sector Management*, 16, 75-100.
- Patton, M. Q. (1990). *Qualitative evaluation and research methods* (2nd ed.). Thousand Oaks, CA: Sage Publications, Inc.
- Peck, J., & Childers, T. L. (2008). Effects of Sensory Factors on Consumer Behaviour: If It Tastes, Smells, Sounds and Feels Like a Duck, Then It Must Be A... In C. Haugtvedt (Ed.), *Handbook of Consumer Psychology*. New York: Lawrence Erlbaum Associates.
- Penrose, E. (1955). Research on the business firm limits to growth and size of firms. *American Economic Review*, 45(2), 531.
- Penrose, E. (1958). *The Theory of the growth of the firm*. New York: Wiley.
- Peter M. Senge (1991). The fifth discipline, the art and practice of the learning organization. *Performance + Instruction*, 30(5), 37.
- Peteraf, M., & Reed, R. (2007). Managerial discretion and internal alignment under regulatory constraints and change. [Article]. *Strategic Management Journal*, 28, 1089-1112.
- Peters, T. J., & Waterman, R. H. (1982). *In search of excellence: Lessons From America's Best-Run Companies*. New York: Harper & Row.
- Pfeffer, J. (1994). *Competitive Advantage Through People: United States by the Harvard Business School Press*.

- Pindyck, R. S., & Dixit, A. (1994). *Investment under uncertainty*. Princeton, NJ: Princeton University Press
- Popper, K. R. (1959). *The Logic of Scientific Discovery*. London: Hutchinson.
- Porter, M. E. (1979). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*, 137-145.
- Porter, M. E. (1979). The structure within industries and companies performance. *Review of Economics & Statistics*, 61(2), 214.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy*. New York: : Free Press.
- Porter, M. E. (1981). The Contributions of Industrial Organization To Strategic Management. [Article]. *Academy of Management Review*, 6, 609-620.
- Porter, M. E. (1985). Technology and competitive advantage. *Journal of Business Strategy*, 5, 60.
- Porter, M. E. (1988). From competitive advantage to corporate strategy. *McKinsey Quarterly*, 35-66.
- Porter, M. E. (1990). *The Competitive Advantage of Nations*. New York: Free Press.
- Porter, M. E. (1991). Towards a dynamic theory of strategy. *Strategic Management Journal*, 12(S2), 95-117.
- Porter, M. E. (1996). What is strategy? *Harvard Business Review* 74(6), 61-78.
- Porter, M. E. (1998). Clusters and the new economics of competition. *Harvard Business Review*, 76, 77-90.
- Porter, M. E. (1999). *Competição, Estratégias Competitivas Essenciais (12ª edição)*. Rio de Janeiro: Elsevier Editora.
- Porter, M. E. (2002). How Competitive Forces Shape Strategy. In D. Faulkner (Ed.), *Critical Perspectives on Business and Management*: Routledge.
- Posner, R. A. (1969). Natural Monopoly and Its Regulation *Stanford Law Review*, Vol. 21(No. 3), 548-643
- Prahalad, C. K., & Hamel, G. (1990). The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review*, 68, 79-91.
- Przeworski, A., & Teune, H. (1970). *The logic of comparative social inquiry*: Wiley-Interscience.
- Ragin, C. C. (1987). *The comparative method. Moving beyond qualitative and quantitative strategies*. Berkeley, Los Angeles and London: University of California Press.
- Ragin, C. C. (2008). *Redesigning Social Inquiry - Fuzzy Sets and Beyond*. Chicago: University of Chicago Press.

- Ragin, C. C., Drass, K. A., & Davey, S. (2006). Fuzzy-Set/Qualitative Comparative Analysis 2.0. In A. D. o. S. Tucson, University of Arizona (Ed.).
- Reed, M. (1997). In Praise of Duality and Dualism: Rethinking Agency and Structure in Organizational Analysis. *Organization Studies*, 18(1), 21-42.
- Reed, M. (2005). Reflections on the "Realist Turn"™ in Organization and Management Studies. *Journal of Management Studies*, 42(8), 1621-1644.
- Reger, R. K., & Huff, A. S. (1993). Strategic groups: a cognitive perspective. *Strategic Management Journal*, 14, 103-123.
- Ricardo, D. (1821). *On the Principles of Political Economy and Taxation*: Library of Economics and Liberty.
- Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice. *Journal of Management*, 35(3), 718-804.
- Rihoux, B., & Ragin, C. C. (2009). *Configurational Comparative Methods*. Thousand Oaks: Sage Publications, Inc.
- Roberts, J., & Sonnenschein, H. (1977). On the foundations of the theory of monopolistic competition. *Econometrica*, 45, 101-113.
- Roberts, P. W., & Eisenhardt, K. M. (2003). Austrian Insights on Strategic Organization: From Market Insights to Implications for Firms. *Strategic Organization* 1(3), 345-352.
- Robertson, P. L., & Langlois, R. N. (1995). Innovation, networks, and vertical integration. *Research Policy*, 24(4), 534-562.
- Robinson, J. (1933). *The Economics of Imperfect Competition*. London: MacMillan.
- Robinson, J. (1934). What is Perfect Competition? *Quarterly Journal of Economics*, 49(1), 104-120.
- Roquebert, J. A., Phillips, R. L., & Westfall, P. A. (1996). Markets vs. Management: what 'drives' profitability? *Strategic Management Journal*, 17, 653-664.
- Rosen, S. (1974). Hedonic Prices and Implicit Markets: Product Differentiation in Pure Competition *The Journal of Political Economy*, 82(1), 34-55.
- Rumelt, R. P. (1974). *Strategy, Structure and Economic Performance*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Rumelt, R. P. (1984). Towards a Strategic Theory of the Firm. In N. J. Foss (Ed.), *Resources, Firms, and Strategies*: Oxford University Press.
- Rumelt, R. P. (1987). Theory, strategy, and entrepreneurship. In D. J. Teece (Ed.), *The Competitive Challenge* (pp. 137-158). Cambridge, MA.

- Rumelt, R. P. (1991). How Much Does Industry Matter? *Strategic Management Journal*, 12, 167-185.
- Russo, J. E., & Schoemaker, P. J. H. (1989). *Decision Traps*. New York: Simon and Schuster
- Santalo, J., & Becerra, M. (2008). Competition from Specialized Firms and the Diversification-Performance Linkage. *The Journal of Finance*, 63(2), 851-883.
- Scherer, F. M., & Ross, D. (1970). *Industrial Market Structure and Economic Performance*. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.
- Scherer, F. M., & Ross, D. (1990). *Industrial Market Structure and Economic Performance*. Academy for Entrepreneurial Leadership - University of Illinois, Urbana-Champaign.
- Schmalensee, R. (1985). Do Markets Differ Much? *American Economic Review*, 75(3), 341.
- Schmalensee, R. (1989). Chapter 16 Inter-industry studies of structure and performance *Handbook of Industrial Organization (Vol. Volume 2, pp. 951-1009)*: Elsevier.
- Schoemaker, P. J. H. (1992). How to Link Strategic Vision to Core Capabilities. *Sloan Management Review*, 34(1), 67-81.
- Schoenberg, R. (2006). Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics. *British Journal of Management*, 17(4), 361-370.
- Schuler, R. S., & MacMillan, I. C. (1984). Gaining Competitive Advantage through Human Resource Management Practices. *Human Resource Management*, 23(3), 241-255.
- Schumpeter, J. (2003). *The Theory of Economic Development (U. Backhaus, Trans.) Joseph Alois Schumpeter (pp. 61-116)*.
- Schumpeter, J. A. (1935). The Analysis of Economic Change *The Review of Economics and Statistics* 17(No. 4), 2-10
- Schweiger, D. M., & Very, P. (2003). Creating value through merger and acquisition integration. In S. F. a. C. Cooper (Ed.), *Advances in Mergers & Acquisitions (Vol. Vol. 2)*: Emerald Group Publishing Limited.
- Scott, W. (1987). *Organizations: Rational, natural, and open systems*. N.J. : Englewood Cliffs.
- Selznick, P. (1957). *Leadership in Administration*. New York: Harper and Row.
- Sewell Jr, W. H. (1992). A Theory of Structure: Duality, Agency, and Transformation *The American Journal of Sociology*, 98(1), 1-29.
- Sharkey, W. W. (1983). *The Theory of Natural Monopoly*: Cambridge University Press.
- Short, J. C., Ketchen, D. J., Palmer, T. B., & Hult, G. T. M. (2007). Firm, strategic group, and industry influences on performance. *Strategic Management Journal*, 28(2), 147-167.

- Short, J. C., Payne, G. T., & Ketchen Jr, D. J. (2008). Research on Organizational Configurations: Past Accomplishments and Future Challenges. *Journal of Management*, 34, 1053-1079.
- Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99-118.
- Simon, H. A. (1979). Rational Decision Making in Business Organization. *American Economic Review*, 69(4), 493-513.
- Smith, A. (1904). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (Edwin Cannan). London: Methuen & Co., Ltd. Library of Economics and Liberty [Online]
- Spencer, H. (1978). *The Principles of Ethics*. Indianapolis: Liberty Classics.
- Starbuck, W. H. (1983). Organizations as actions generators. *American Sociological Review*, 48, 91-102.
- Stigler, G. (1968). *The Organization of Industry*: Irwin, Homewood: IL.
- Stigler, G. J. (1957). Perfect Competition, Historically Contemplated. *The Journal of Political Economy*, Vol. 65(No. 1 ), pp. 1-17
- Stiglitz, J. E. (1980). A Neoclassical Analysis of the Economics of Natural Resources. SSRN eLibrary.
- Stuart, T. E. (1998). Network Positions and Propensities to Collaborate: An Investigation of Strategic Alliance Formation in a High-Technology Industry. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 43 (No. 3), pp. 668-698
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches *The Academy of Management Review*, 20(3), 571-610.
- Tang, M.-J., & Thomas, H. (1992). The Concept of Strategic Groups: Theoretical Construct or Analytical Convenience. *Managerial and Decision Economics*, 13(4), 323-329.
- Teece, D., Pisano, G., & Shuen, A. (1990). Firm Capabilities, resources, and the concept of strategy: four paradigms of strategic management. University of California at Berkeley. Imp. 44.
- Teece, D. J. (2007). Explicating dynamic capabilities: the nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance. *Strategic Management Journal*, 28(13), 1319-1350.
- Teece, D. J., & Pisano, G. (1994). The Dynamic Capabilities of Firms: an Introduction. *Industrial and Corporate Change*, 3(3), 537-556.
- Teece, D. J., & Pisano, G. (1997). Dynamic Capabilities and Strategic Management. *Strategic Management Journal*, 18: 509-533.
- Teerikangas, S., & Very, P. (2006). The Culture-Performance Relationship in M&A: From Yes/No to How. *British Journal of Management*, 17(S1), S31-S48.

- Thomas, H., & Venkatraman, N. (1988). Research on strategic groups: progress and prognosis. *Journal of Management Studies*, 25, 537-555.
- Tinter, G. (1941). The Theory of Choice Under Subjective Risk and Uncertainty. *Econometrica*, 9(3/4), 298-304.
- Tomasello, M., Carpenter, M., Call, J., Behne, T., & Moll, H. (2005). Understanding and sharing intentions: The origins of cultural cognition. *Behavioral and Brain Sciences*, 28(5), 675-691.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185, , 185, 1124-1131.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211 (4481 ), 453-458.
- Utterback, J. M. (1996). *Mastering the Dynamics of Innovation*: : Harvard Business School Press.
- Utterback, J. M., & Abernathy, W. J. (1975). A dynamic model of process and product innovation. *Omega*, 3(6), 639-656.
- Varadarajan, P., & Ramanujam, V. (1987). Diversification and performance: a reexamination using a new two-dimensional conceptualization of diversity in firms. *Academy of Management Journal*, 30(2), 380-393.
- Varadarajan, P. R. (1986). Product Diversity and Firm Performance: An Empirical Investigation. *The Journal of Marketing* 50(3 ), 43-57
- Vargo, S. L., & Lusch, R. F. (2004). Evolving to a New Dominant Logic for Marketing. *Journal of Marketing*, 68, 1-17.
- Vasconcelos, F. C., & Cyrino, A. B. (2000). Vantagem competitiva: os modelos teóricos atuais e a convergência entre estratégia e teoria organizacional. *Revista de Administração de Empresas*, 40(4), 20-37.
- Vasconcelos, F. C. d., Queiroz, M. A. d. L., & Goldszmidt, R. G. B. (2006). Rendas econômicas e legitimidade: Incorporando elementos da Teoria Institucional no campo da Estratégia Empresarial. Paper presented at the 30° Encontro da Anpad.
- Vernon, R. (1966). International Investment and International Trade in the Product Life Cycle. *Quarterly Journal of Economics*(80), 190-207.
- Versiani, F. (1986). A teoria geral e a economia do subdesenvolvimento. *Pesquisa e planejamento econômico*, 16(2), 263-280.
- Victen, R., & McGahan, A. (2006). Knowledge, Innovation and Competitiveness: Dynamics of Firms, Networks, Regions and Institutions. Paper presented at the DRUID Summer Conference.
- Vries, M., & Miller, D. (1984). *The neurotic organization*. San Francisco.: Jossey-Bass.

- Weick, K. (1979). *The Social Psychology of Organizing* (Topics in Social Psychology Series): McGraw-Hill Humanities/Social Sciences/Languages.
- Weick, K. E. (1995). *Sensemaking in Organizations*. Thousand Oaks, CA.: Sage Publications, Inc.
- Weick, K. E., & Bougon, M. G. (1986). Organizations as cognitive maps: Charting ways to success and failure. In H. P. S. D. A. Gioia (Ed.), *The Thinking Organization: dynamics of organizational social cognition*. San Francisco: Jossey-Bass
- Wernerfelt, B. (1984). A Resource-based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5, 171-180.
- Whittington, R. (1988). Environmental structure and theories of strategic choice. *Journal of Management Studies*, 25(6), 521-536.
- Whittington, R. (1994). Sociological pluralism, institutions and managerial agency. In J. H. a. M. Parker (Ed.), *Towards a new theory of organizatons*. London: Routledge.
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study of the Economics of Internal Organizations*. New York.: Free Press.
- Wright, A. A., & Lynch Jr, J. G. (1995). Communication Effects of Advertising versus Direct Experience When both Search and Experience Attributes Are Present. *Journal of Consumer Research*, 21, 708-718.
- Yoon, C., & Cole, C. A. C. (2008). Aging and Consumer Behavior. In C. Haugtvedt (Ed.), *Handbook of Consumer Psychology*. New York: Lawrence Erlbaum Associates.
- Zafirovski, M. (2003). Human Rational Behavior and Economic Rationality. *Electronic Journal of Sociology*.
- Zaichkowsky, J. L. (1985). Measuring the Involvement Construct. *Journal of Consumer Research*, 12(3), 341-341.
- Zaichkowsky, J. L. (1987). The emotional affect of product involvement. In M. W. a. P. Anderson (Ed.), *Advances in Consumer Research* (14, 32-35). Provo, UT.
- Zenger, T. R. (1994). Explaining Organizational Diseconomies of Scale in R&D: Agency Problems and the Allocation of Engineering Talent, Ideas, and Effort by Firm Size. *Management Science*, 40, 708-729.
- Zhang, L. (2005). The Value Premium *The Journal of Finance*, Vol. 60(No. 1), 67-103

## 9. APÊNDICES

### APENDICE A- CONSOLIDAÇÃO DAS VARIÁVEIS

EMPRESA: AES TIETÊ

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A AES TIETÊ é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Sim	3	Concessão Pública
2	Tamanho	A AES TIETÊ é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	Baixos custos porém não precisa ter poder de barganha pois o próprio cliente aumenta os preços.
3	Tamanho Grupo	A AES TIETÊ tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Sim	2	AES Corporation é um dos maiores grupos do mundo (29 países)
4	Diversificação	A AES TIETÊ tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Não	0	Apenas geração de energia
5	Integração Vertical	A AES TIETÊ é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Sim	1	A integração é com outra empresa do grupo, a AES Eletropaulo
6	Alianças Horizontais	A AES TIETÊ tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Não	0	
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A AES TIETÊ possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	Recursos físicos, geradoras eficientes
8	Humanos e Gerencias	A AES TIETÊ possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Sim	1	Controle de custos
9	Diferenciação de Produtos	A AES TIETÊ tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Não	0	
10	Recursos de Legitimidade	A AES TIETÊ possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Não	0	
11	Recursos de Rede/Localidade	A AES TIETÊ é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	1	É internacional através do grupo AES
12	Acesso MP	A AES TIETÊ tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Não	0	
13	Crescimento da demanda	Os resultados da AES Tietê foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Não	0	
14	Crescimento (Orgânico)	A AES TIETÊ (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Não	0	
15	Fusões/Aquisições	A AES TIETÊ (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Não	0	
16	Adaptação/Capacidades dinâmicas	A AES TIETÊ mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Não	0	
17	Inovação	A AES TIETÊ (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Não	0	
18	Sorte/ Incerteza	A AES TIETÊ (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Não	0	
19	Governo	A AES TIETÊ (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Sim	2	Concessão Pública

EMPRESA: SOUZA CRUZ

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A <i>SOUZA CRUZ</i> é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Sim	2	Possui entre 60 e 75% do mercado brasileiro no período (maior concorrente é o contrabando)
2	Tamanho	A <i>SOUZA CRUZ</i> é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	2	3,6 da produção mundial de fumo, uma das maiores empresas e exportadoras brasileiras. Poder de barganha alto com clientes
3	Tamanho Grupo	A <i>SOUZA CRUZ</i> tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Sim	2	BAT (British American Tobacco)
4	Diversificação	A <i>SOUZA CRUZ</i> tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Sim	1	Tem tentado diversificar com cartões telefônicos
5	Integração Vertical	A <i>SOUZA CRUZ</i> é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Sim	2	Produz fumo e tem grande sistema de distribuição
6	Alianças Horizontais	A <i>SOUZA CRUZ</i> tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Não	0	
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A <i>SOUZA CRUZ</i> possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	Processos maduros, economia escala e escopo
8	Humanos e Gerencias	A <i>SOUZA CRUZ</i> possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Sim	1	Eficiência operacional, rede de distribuição
9	Diferenciação de Produtos	A <i>SOUZA CRUZ</i> tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Sim	2	Produtos hedônicos com alto poder de diferenciação de preços
10	Recursos de Legitimidade	A <i>SOUZA CRUZ</i> possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Não	0	
11	Recursos de Rede/Localidade	A <i>SOUZA CRUZ</i> é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	2	Exposta para 50 países e faz parte de grande grupo internacional
12	Acesso MP	A <i>SOUZA CRUZ</i> tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Sim	2	Integrada e tem acesso aos produtores de fumo
13	Crescimento da demanda	Os resultados da Souza Cruz foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	1	Demanda internacional, mercado interno estável apesar de todas restrições
14	Crescimento (Orgânico)	A <i>SOUZA CRUZ</i> (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Não	0	
15	Fusões/ Aquisições	A <i>SOUZA CRUZ</i> (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Não	0	
16	Adaptação/Capacidades dinâmicas	A <i>SOUZA CRUZ</i> mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Sim	1	Diversificação (cartões); investimento em linhas premium que sofrem menos concorrência do contrabando.
17	Inovação	A <i>SOUZA CRUZ</i> (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Não	0	
18	Sorte/ Incerteza	A <i>SOUZA CRUZ</i> (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Sim	1	Câmbio favorável
19	Governo	A <i>SOUZA CRUZ</i> (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Não	0	

EMPRESA: NATURA

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A <i>NATURA</i> é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Não	1	Cerca de 20% do mercado de cosméticos e 30% mercado venda direta
2	Tamanho	A <i>NATURA</i> é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	Faturamento ordem de 2,7 bi.
3	Tamanho Grupo	A <i>NATURA</i> tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Não	0	
4	Diversificação	A <i>NATURA</i> tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Sim	1	Grande linha de cosméticos
5	Integração Vertical	A <i>NATURA</i> é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada montante ou jusante, (0) NDA	Sim	2	Desenvolvimento, produção, distribuição e venda
6	Alianças Horizontais	A <i>NATURA</i> tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Sim	1	Acionista de empresas em outros países
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A <i>NATURA</i> possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	Sim, mas concorrentes também têm.
8	Humanos e Gerencias	A <i>NATURA</i> possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Sim	2	Grande capacidade de gestão dinâmica, mas ocorreram erros de canibalização de produtos.
9	Diferenciação de Produtos	A <i>NATURA</i> tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Sim	2	Produtos hedônicos com alto poder de diferenciação
10	Recursos de Legitimidade	A <i>NATURA</i> possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Sim	2	Governança e Sustentabilidade
11	Recursos de Rede/Localidade	A <i>NATURA</i> é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	1	Grande esforço internacionalização América Latina e França, porém com contribuição muito baixa/negativa
12	Acesso MP	A <i>NATURA</i> tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Sim	1	Pode definir preços, mas não explora esse ponto (responsabilidade social)
13	Crescimento da demanda	Os resultados da <i>NATURA</i> foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	2	Crescimento de dois dígitos
14	Crescimento (Orgânico)	A <i>NATURA</i> (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Sim	2	Maior que o crescimento demanda
15	Fusões/Aquisições	A <i>NATURA</i> (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Não	0	
16	Adaptação/Capacidades dinâmicas	A <i>NATURA</i> mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Sim	2	Mudanças constantes de linhas de produtos e estratégia de internacionalização
17	Inovação	A <i>NATURA</i> (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Sim	2	Grande despesas em P&D e capacidade de inovação
18	Sorte/ Incerteza	A <i>NATURA</i> (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Sim	1	Cambio, taxa de juros.
19	Governo	A <i>NATURA</i> (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Não	0	

EMPRESA: ABNOTE

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A <i>ABNOTE</i> é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Não	1	Apesar de ser líder em alguns setores, sua participação não chega a 40%.
2	Tamanho	A <i>ABNOTE</i> é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Não	0	Apesar de líder no seu mercado, seus clientes e fornecedores são muito maiores.
3	Tamanho Grupo	A <i>ABNOTE</i> tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Não	0	A empresa acionista é menor que seus concorrentes
4	Diversificação	A <i>ABNOTE</i> tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Sim	2	São 3 linhas de produtos gráficos não substitutos e com demandas não compartilhadas
5	Integração Vertical	A <i>ABNOTE</i> é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Não	0	
6	Alianças Horizontais	A <i>ABNOTE</i> tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Sim	2	Alianças tecnológicas
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A <i>ABNOTE</i> possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	2	Tecnologia, confiabilidade de processos.
8	Humanos e Gerencias	A <i>ABNOTE</i> possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Sim	2	Equipe hábil, competente.
9	Diferenciação de Produtos	A <i>ABNOTE</i> tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Sim	1	Cartões de tecnologia mais recente
10	Recursos de Legitimidade	A <i>ABNOTE</i> possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Sim	1	Vista como empresa séria, confiável.
11	Recursos de Rede/Localidade	A <i>ABNOTE</i> é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	1	Fez aquisição na Argentina
12	Acesso MP	A <i>ABNOTE</i> tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Não	0	
13	Crescimento da demanda	Os resultados da <i>ABNOTE</i> foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	2	Cartões: Crescimento de 2 dígitos.
14	Crescimento (Orgânico)	A <i>ABNOTE</i> (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Sim	1	Contratações, nova fábrica.
15	Fusões/ Aquisições	A <i>ABNOTE</i> (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Sim	2	Diversas aquisições mais que dobraram faturamento
16	Adaptação/Capacidades dinâmicas	A <i>ABNOTE</i> mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Sim	2	Grande velocidade de mudança.
17	Inovação	A <i>ABNOTE</i> (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Sim	2	Disponibiliza aos clientes diversas novas tecnologias
18	Sorte/ Incerteza	A <i>ABNOTE</i> (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Sim	1	Oscilações maiores na crise
19	Governo	A <i>ABNOTE</i> (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Não	0	Tem governo como cliente normal. Contratos com o correio não foi efetivado, gde perda de tempo, esforço.

EMPRESA: CONFAB

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A CONFAB é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Não	1	Não há informações sobre Market share, mas é líder de mercado
2	Tamanho	A CONFAB é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	Faturamento ordem de 2 bi
3	Tamanho Grupo	A CONFAB tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil. (2) NDA	Sim	2	Tenaris tem 23,5 mil funcionários e atua em 25 países
4	Diversificação	A CONFAB tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Sim	2	Tubos de aço e diversos equipamentos metálicos
5	Integração Vertical	A CONFAB é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Não	0	
6	Alianças Horizontais	A CONFAB tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Não	0	(tinha anteriormente, antes da aquisição)
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A CONFAB possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	2	Grupo detém centros de pesquisa em cinco países para manter alta tecnologia
8	Humanos e Gerencias	A CONFAB possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Sim	1	Estabilidade margens, contratos, solidez financeira
9	Diferenciação de Produtos	A CONFAB tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Sim	1	Produtos utilitários, mas exigem alto grau tecnológico, just-in-time, serviços
10	Recursos de Legitimidade	A CONFAB possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Não	0	
11	Recursos de Rede/Localidade	A CONFAB é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	2	Exportações; ligada a um grupo mundial.
12	Acesso MP	A CONFAB tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Não	0	
13	Crescimento da demanda	Os resultados da CONFAB foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	1	Gasodutos, Petrobrás
14	Crescimento (Orgânico)	A CONFAB (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Sim	2	Cresceu muito em todos os anos, menos 2008
15	Fusões/ Aquisições	A CONFAB (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Não	0	
16	Adaptação/Capacidade das dinâmicas	A CONFAB mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação, porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Não	0	
17	Inovação	A CONFAB (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Sim	1	Centros de pesquisa e desenvolvimento
18	Sorte/ Incerteza	A CONFAB (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Sim	1	Demanda oscila bastante devido a cenário econômico
19	Governo	A CONFAB (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Não	0	

EMPRESA: COMGÁS

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A COMGÁS é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Sim	3	Concessão
2	Tamanho	A COMGÁS é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	Faturamento ordem de 4 bi
3	Tamanho Grupo	A COMGÁS tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Sim	2	British Gas e Shell
4	Diversificação	A COMGÁS tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Não	0	
5	Integração Vertical	A COMGÁS é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Não	0	
6	Alianças Horizontais	A COMGÁS tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Não	0	
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A COMGÁS possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Não	0	
8	Humanos e Gerências	A COMGÁS possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Não	0	
9	Diferenciação de Produtos	A COMGÁS tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Não	0	
10	Recursos de Legitimidade	A COMGÁS possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Não	0	
11	Recursos de Rede/Localidade	A COMGÁS é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	1	Através das acionistas
12	Acesso MP	A COMGÁS tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Não	0	
13	Crescimento da demanda	Os resultados da COMGÁS foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	1	Termogeração
14	Crescimento (Orgânico)	A COMGÁS (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Sim	1	Expansão de rede de gás
15	Fusões/ Aquisições	A COMGÁS (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Não	0	
16	Adaptação/Capacidades dinâmicas	A COMGÁS mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Não	0	
17	Inovação	A COMGÁS (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Não	0	
18	Sorte/ Incerteza	A COMGÁS (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Não	0	
19	Governo	A COMGÁS (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Sim	2	Concessão

EMPRESA: TRACTEBEL

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A TRACTEBEL é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Sim	2	Oligopólio Nacional com 7% do mercado. Não tem monopólio territorial
2	Tamanho	A TRACTEBEL é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	É grande, mas enfrenta oligopsônio.
3	Tamanho Grupo	A TRACTEBEL tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Sim	2	Grupo Suez
4	Diversificação	A TRACTEBEL tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Não	0	-
5	Integração Vertical	A TRACTEBEL é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Não	0	-
6	Alianças Horizontais	A TRACTEBEL tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Não	0	-
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A TRACTEBEL possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	Alto desempenho operacional
8	Humanos e Gerencias	A TRACTEBEL possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Sim	1	Capacidade contratual, gestão.
9	Diferenciação de Produtos	A TRACTEBEL tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Não	0	-
10	Recursos de Legitimidade	A TRACTEBEL possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Sim	1	Governança Corporativa
11	Recursos de Rede/Localidade	A TRACTEBEL é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	1	Cresce em regiões do Brasil e exporta para poucos países.
12	Acesso MP	A TRACTEBEL tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Não	0	
13	Crescimento da demanda	Os resultados da TRACTEBEL foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	2	Déficit energético brasileiro e estiagens
14	Crescimento (Orgânico)	A TRACTEBEL (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Sim	1	São Salvador
15	Fusões/ Aquisições	A TRACTEBEL (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Sim	2	Estreito, Machadinho. Seival, Ponte Pedra
16	Adaptação/Capacidades dinâmicas	A TRACTEBEL mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Sim	1	Hábil em contratos e apostas frente a incertezas
17	Inovação	A TRACTEBEL (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Não	0	
18	Sorte/ Incerteza	A TRACTEBEL (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Sim	1	Volatilidade de preços no mercado spot onde opera
19	Governo	A TRACTEBEL (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Sim	2	Concessão, mas no período em questão pode negociar 30% de sua oferta

EMPRESA: CPFL

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A CPFL é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Sim	3	Monopolista em sua área de concessão
2	Tamanho	A CPFL é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	2	CPFL Piratininga + CPFL faturamento ordem de 8 bi. Ganhos de escala
3	Tamanho Grupo	A CPFL tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Sim	1	Votorantim e Camargo Correa
4	Diversificação	A CPFL tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Não	0	(vende pouco crédito de carbono)
5	Integração Vertical	A CPFL é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Sim	1	Integrada Geração, Distribuição e Comercialização, porém geração é pouca.
6	Alianças Horizontais	A CPFL tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Não	0	
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A CPFL possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	0	
8	Humanos e Gerencias	A CPFL possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Não	0	
9	Diferenciação de Produtos	A CPFL tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Não	0	
10	Recursos de Legitimidade	A CPFL possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Não	0	
11	Recursos de Rede/Localidade	A CPFL é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Não	0	
12	Acesso MP	A CPFL tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Não	0	
13	Crescimento da demanda	Os resultados da CPFL foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	2	Crescimento consumo classe C e D e industrial
14	Crescimento (Orgânico)	A CPFL (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Sim	1	Novos investimentos
15	Fusões/ Aquisições	A CPFL (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Sim	2	Santa Cruz e da CMS Energy Brasil, Empresa Bandeirante de Energia - EBE, da CPFL Piratininga
16	Adaptação/Capacidades dinâmicas	A CPFL mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Não	0	
17	Inovação	A CPFL (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Não	0	
18	Sorte/ Incerteza	A CPFL (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Não	0	
19	Governo	A CPFL (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Sim	2	Concessão

EMPRESA: CCR

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A CCR é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Sim	3	Concessões (diversas)
2	Tamanho	A CCR é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	2	9 bi de faturamento, diversas concessões
3	Tamanho Grupo	A CCR tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Sim	1	Maiores construtoras do país
4	Diversificação	A CCR tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Sim	2	Metrô, inspeção veicular.
5	Integração Vertical	A CCR é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Sim	1	Cobrança eletrônica
6	Alianças Horizontais	A CCR tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Sim	1	Estágio para aquisição futura
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A CCR possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Não	0	
8	Humanos e Gerencias	A CCR possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Sim	0	
9	Diferenciação de Produtos	A CCR tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Não	0	
10	Recursos de Legitimidade	A CCR possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Não	0	
11	Recursos de Rede/Localidade	A CCR é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	1	Expansão para USA e diversos estados brasileiros
12	Acesso MP	A CCR tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Não	0	
13	Crescimento da demanda	Os resultados da CCR foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	1	Aumento de trafego
14	Crescimento (Orgânico)	A CCR (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Não	0	
15	Fusões/ Aquisições	A CCR (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Sim	2	Diversas novas concessões
16	Adaptação/Capacidades dinâmicas	A CCR mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Não	0	
17	Inovação	A CCR (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Não	0	
18	Sorte/ Incerteza	A CCR (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Não	0	
19	Governo	A CCR (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Sim	2	Concessões e extensão de prazos de concessões

EMPRESA: TELESP

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A <i>TELESP</i> é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Sim	2	Monopólio telefonia fixa S Paulo (33% demanda) porém há substitutos perfeitos, Oligopólio DDD e DDI, Competição novas tecnologias
2	Tamanho	A <i>TELESP</i> é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	2	Além de ter faturamento aprox.. R\$ 20 bi, tem clientes com pouco poder de barganha.
3	Tamanho Grupo	A <i>TELESP</i> tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Sim	2	Telefonica é um dos maiores grupos mundiais de telefonia
4	Diversificação	A <i>TELESP</i> tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Sim	1	Busca prover todas as possibilidades de telecomunicações, mas não tem celular (no período)
5	Integração Vertical	A <i>TELESP</i> é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Não	-	-
6	Alianças Horizontais	A <i>TELESP</i> tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Sim	1	Com DTH Interactive Ltda (DTHI)
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A <i>TELESP</i> possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	Possui tecnologia, mas crescimento afetou qualidade.
8	Humanos e Gerencias	A <i>TELESP</i> possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Sim	1	Grande capacidade de gestão voltada ao lucro
9	Diferenciação de Produtos	A <i>TELESP</i> tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Sim	1	Diferenciação de curto prazo, produtos são comparáveis.
10	Recursos de Legitimidade	A <i>TELESP</i> possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Não	0	
11	Recursos de Rede/Localidade	A <i>TELESP</i> é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	1	Expansão regional, já que faz parte de um grupo internacional.
12	Acesso MP	A <i>TELESP</i> tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Não	0	-
13	Crescimento da demanda	Os resultados da <i>TELESP</i> foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	1	A demanda por novas tecnologias tem crescimento explosivo, mas demanda por linhas fixas em queda.
14	Crescimento (Orgânico)	A <i>TELESP</i> (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Sim	1	Expansão de serviços
15	Fusões/ Aquisições	A <i>TELESP</i> (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Sim	2	Comprou as diversas empresas que trouxeram novos mercados para a companhia
16	Adaptação/Capacidades dinâmicas	A <i>TELESP</i> mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Sim	2	Antecipação tecnológica, compra de empresas de novas tecnologias, autorizações com Anatel
17	Inovação	A <i>TELESP</i> (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Sim	2	A empresa inova através das aquisições e transferência tecnologia da matriz
18	Sorte/ Incerteza	A <i>TELESP</i> (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Sim	1	Mercado de novas tecnologias muito dinâmico com baixa previsibilidade demanda/tecnologia
19	Governo	A <i>TELESP</i> (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Sim	2	A empresa é uma concessão e tem sucesso em aprovar requisições junto ao órgão regulador.

EMPRESA: ETERNIT

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A ETERNIT é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Não	1	Aprox. 30% do mercado
2	Tamanho	A ETERNIT é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	Apesar de ter ativos na ordem de 0,5 bi, a empresa é a maior do setor em que opera.
3	Tamanho Grupo	A ETERNIT tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Não	0	
4	Diversificação	A ETERNIT tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Sim	1	Possui linha diversificada dentro do próprio setor, mas 80% das vendas são telhas
5	Integração Vertical	A ETERNIT é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Sim	1	É produtora de amianto, porém não de cimento onde enfrenta empresas com alto poder de barganha.
6	Alianças Horizontais	A ETERNIT tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	não	0	
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A ETERNIT possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	Tecnologia madura, fábricas renovadas.
8	Humanos e Gerencias	A ETERNIT possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Sim	1	Logística de distribuição
9	Diferenciação de Produtos	A ETERNIT tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Sim	1	A marca Eternit é valorizada, apesar do produto padrão.
10	Recursos de Legitimidade	A ETERNIT possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Não	0	A Eternit tem tido dificuldades em provar que seu produto não compromete a saúde.
11	Recursos de Rede/Localidade	A ETERNIT é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	1	A Eternit exporta parte de sua produção 4 fábricas para atender demanda local.
12	Acesso MP	A ETERNIT tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Sim	1	É integrada no amianto, mas sofre pressões dos produtores de cimento
13	Crescimento da demanda	Os resultados da ETERNIT foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	2	A Eternit foi beneficiada pela políticas públicas destinadas a baixa renda
14	Crescimento (Orgânico)	A ETERNIT (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Sim	1	Inauguração de uma nova unidade de produção no Sul
15	Fusões/ Aquisições	A ETERNIT (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Não	0	-
16	Adaptação/Capacidade das dinâmicas	A ETERNIT mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Sim	1	A Eternit prepara uma gama de produtos se houver banimento do amianto, porém a representatividade no faturamento é quase nula
17	Inovação	A ETERNIT (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Não	0	A Eternit utiliza-se de processos produtivos maduros
18	Sorte/ Incerteza	A ETERNIT (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Sim	2	Beneficiada pelas políticas públicas e prejudicada em grau menor pelo valor do dólar.
19	Governo	A ETERNIT (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Sim	1	Forte incentivo governamental em setores destinados à classes de baixa renda

EMPRESA: IOCHPE MAXION

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A IOCHPE MAXION é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Sim	2	65% do mercado que representa 67% do faturamento
2	Tamanho	A IOCHPE MAXION é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Não	0	
3	Tamanho Grupo	A IOCHPE MAXION tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Não	0	
4	Diversificação	A IOCHPE MAXION tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Sim	2	Rodas chassis vagões componentes rodoviários
5	Integração Vertical	A IOCHPE MAXION é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Não	0	
6	Alianças Horizontais	A IOCHPE MAXION tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Sim	1	Cada divisão tem um parceiro
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A IOCHPE MAXION possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	2	Apesar de não citado no texto, a liderança garante economias de escala e escopo e o mercado exige alta tecnologia
8	Humanos e Gerencias	A IOCHPE MAXION possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Não	0	Não há referências no texto
9	Diferenciação de Produtos	A IOCHPE MAXION tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Sim	1	Produtos utilitários, porém técnicos
10	Recursos de Legitimidade	A IOCHPE MAXION possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Sim	1	Ações no novo mercado
11	Recursos de Rede/Localidade	A IOCHPE MAXION é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	2	Exportações USA e fábrica na China, México e Estados Unidos (ArvinMeritor)
12	Acesso MP	A IOCHPE MAXION tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Não	0	
13	Crescimento da demanda	Os resultados da IOCHPE MAXION foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	1	Porém com forte queda em certos períodos
14	Crescimento (Orgânico)	A IOCHPE MAXION (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Sim	2	Faturamento dobrou no período, nova fábrica na China
15	Fusões/ Aquisições	A IOCHPE MAXION (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Sim	1	ArvinMeritor
16	Adaptação/Capacidade das dinâmicas	A IOCHPE MAXION mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Sim	1	Criação de máquinas para cana de açúcar na crise, busca de clientes na China
17	Inovação	A IOCHPE MAXION (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Sim	2	Novos produtos para clientes nacionais e internacionais
18	Sorte/ Incerteza	A IOCHPE MAXION (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Sim	2	Muito sensível à economia (setor de transportes)
19	Governo	A IOCHPE MAXION (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Sim	1	Vantagens tributárias, isenções de IPI.

EMPRESA: PETROBRÁS

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A <i>PETROBRÁS</i> é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Sim	3	91% do mercado, 95% da produção brasileira
2	Tamanho	A <i>PETROBRÁS</i> é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	2	Maior empresa do Brasil
3	Tamanho Grupo	A <i>PETROBRÁS</i> tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Sim	1	O Governo
4	Diversificação	A <i>PETROBRÁS</i> tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Sim	1	Petróleo e Gás
5	Integração Vertical	A <i>PETROBRÁS</i> é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Sim	2	Toda a cadeia
6	Alianças Horizontais	A <i>PETROBRÁS</i> tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Sim	1	Com 26 empresas porém são pequenas perto da Petrobrás
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A <i>PETROBRÁS</i> possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	2	Sim, pois tem altas economias de escala e escopo e tecnologia de perfuração águas profundas
8	Humanos e Gerencias	A <i>PETROBRÁS</i> possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Não	0	
9	Diferenciação de Produtos	A <i>PETROBRÁS</i> tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Não	0	
10	Recursos de Legitimidade	A <i>PETROBRÁS</i> possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Não	0	
11	Recursos de Rede/Localidade	A <i>PETROBRÁS</i> é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	2	Exportação para diversos países e aquisições USA, Argentina, etc
12	Acesso MP	A <i>PETROBRÁS</i> tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Sim	2	Acesso exclusivo petróleo
13	Crescimento da demanda	Os resultados da <i>PETROBRÁS</i> foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	1	Porém sofreu queda de preços com a crise
14	Crescimento (Orgânico)	A <i>PETROBRÁS</i> (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Sim	2	Crescimento produção e reservas
15	Fusões/ Aquisições	A <i>PETROBRÁS</i> (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Sim	2	Chile, Unipar, Brasken, etc...
16	Adaptação/Capacidades dinâmicas	A <i>PETROBRÁS</i> mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Não	0	
17	Inovação	A <i>PETROBRÁS</i> (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Sim	1	Tecnologia em águas profundas
18	Sorte/ Incerteza	A <i>PETROBRÁS</i> (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Sim	1	Sujeita a mudanças na economia, dólar etc., mas crise atrapalhou.
19	Governo	A <i>PETROBRÁS</i> (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Sim	1	É uma empresa do governo, mas compete internacionalmente.

EMPRESA: VALE

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A VALE é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Sim	2	Oligopolista mundial, não tem capacidade de fixar preços
2	Tamanho	A VALE é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	2	Maiores do mundo
3	Tamanho Grupo	A VALE tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Não	1	Grandes Fundos (Previ, etc)
4	Diversificação	A VALE tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Sim	1	Diversos tipos de minérios
5	Integração Vertical	A VALE é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Sim	2	Siderurgia, transporte, portos, etc
6	Alianças Horizontais	A VALE tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Sim	2	Participações acionárias em diversas mineradoras
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A VALE possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	2	Imensas economias de escala e escopo
8	Humanos e Gerencias	A VALE possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Sim	1	Gestão financeira, oportunidades, porém governo intervém.
9	Diferenciação de Produtos	A VALE tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Sim	1	Tem maior qualidade, mas pouca capacidade de diferenciação de preços.
10	Recursos de Legitimidade	A VALE possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Sim	2	Diversos prêmios e investment grade
11	Recursos de Rede/Localidade	A VALE é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	2	Está nos 5 continentes
12	Acesso MP	A VALE tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Sim	2	Minas de ótima qualidade
13	Crescimento da demanda	Os resultados da VALE foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	1	Mas passou dificuldades em 2008/2009
14	Crescimento (Orgânico)	A VALE (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Sim	2	Diversos investimentos
15	Fusões/ Aquisições	A VALE (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Sim	2	Grandes compras, principalmente na crise
16	Adaptação/Capacidade das dinâmicas	A VALE mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Sim	1	Apesar de capital intensivo, criou uma estratégia de diversificação para redução de risco
17	Inovação	A VALE (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Não	1	Investimentos em melhoria de processos
18	Sorte/ Incerteza	A VALE (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Sim	1	Crise de oferta nos primeiros anos e dólar em queda nos piores anos
19	Governo	A VALE (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Não	0	O governo tem objetivos sociais para a Vale, exercendo seu poder de veto.

EMPRESA: USIMINAS

	Variável	Descrição e escala para Multi- Value QCA	Crisp	MV	Comentários
1	Concentração	A USIMINAS é (3) monopolista; (2) oligopolista ou possui market share >50% em mercados de competição monopolista; (1) Líder de mercado no core business; (0) NDA.	Sim	2	Além de oligopólio, tem mais de 50% do mercado de diversos produtos
2	Tamanho	A USIMINAS é uma (2) empresa de grande porte (baixos custos, alto poder de barganha, ampla cobertura de mercado); (1) grande porte, mas não tem poder de barganha com clientes OU é grande em relação aos concorrentes; (0) NDA	Sim	2	Ordem Grandeza 20 bi, mas tem clientes, fornecedores e concorrentes também de grande porte
3	Tamanho Grupo	A USIMINAS tem, como acionista, (2) empresas de grande porte, com alto poder de barganha e cobertura de mercado, (1) empresas de grande porte no Brasil, (2) NDA	Sim	2	Grandes grupos brasileiros e estrangeiros Nippon Steel, Camargo Correa, Votorantim, CVRD
4	Diversificação	A USIMINAS tem (2) linha diversificada e abrangente de produtos; (1) Linha diversificada no mesmo segmento, (0) NDA	Sim	1	Sim, mas dentro do mesmo setor.
5	Integração Vertical	A USIMINAS é (2) integrada verticalmente, a montante e a jusante; (1) integrada a montante ou a jusante, (0) NDA	Sim	1	Sim, a montante e a jusante, mas não é auto-suficiente.
6	Alianças Horizontais	A USIMINAS tem (2) alianças importantes com empresas do mesmo setor; (1) alianças pouco representativas, (0) NDA	Sim	1	Sim, uma empresa Ternium.
7	Recursos Tecnológicos (Físicos, Processos, Qualidade)	A USIMINAS possui (2) recursos tecnológicos e qualidade superiores; (1) economias de escala e escopo importantes ou tecnologia equivalente aos concorrentes; (0) NDA	Sim	1	Sim, investiu em modernização no início do período.
8	Humanos e Gerencias	A USIMINAS possui (2) recursos gerenciais superiores; (1) competentes em economias de custos; (0) NDA	Não	0	Não foi citado
9	Diferenciação de Produtos	A USIMINAS tem (2) produtos hedônicos diferenciados; (1) produtos técnicos diferenciados; (0) NDA	Não	0	Commodities
10	Recursos de Legitimidade	A USIMINAS possui (2) legitimidade com impacto nos custos; (1) adoção de boas práticas; (0) NDA	Não	1	Sim, nível governança Bovespa
11	Recursos de Rede/Localidade	A USIMINAS é uma (2) empresa com atuação mundial; (1) com implantação em outros países ou exportadora ou tem multinacionais como acionistas; (0) NDA	Sim	1	Exporta parte de sua produção e tem participação na Terium AmLat
12	Acesso MP	A USIMINAS tem (2) acesso exclusivo a matérias primas com qualidade superior; (1) acesso privilegiado; NDA	Sim	1	Baixo custo MO e baixo custo parte da MP (não suficiente e aquisições ainda não integradas) - competidores internacionais
13	Crescimento da demanda	Os resultados da USIMINAS foram (2) afetados positivamente graças ao crescimento da demanda por todo período; (1) exceto na crise; (0) NDA.	Sim	2	A não ser na crise, o crescimento do faturamento (34%) deveu-se ao aumento de preços por pressão da demanda
14	Crescimento (Orgânico)	A USIMINAS (2) cresceu muito organicamente no período; (1) expandiu a capacidade; (0) NDA	Não	0	Manteve produção de 9 milhões ton
15	Fusões/ Aquisições	A USIMINAS (2) cresceu muito por fusões e aquisições; (1) fez algumas aquisições; (0) NDA	Sim	2	Comprou J.Mendes, a Somisa e a Global e ações da Ternium
16	Adaptação/Capacidades dinâmicas	A USIMINAS mostrou (2) grande capacidade de antecipação (lançamento de novos produtos, aquisições, reestruturações e/ou reposicionamentos de mercado); (1) adaptação porém com limitada mobilidade de fatores; (0) NDA.	Não	0	Não há menção quanto a movimentos na época de crise.
17	Inovação	A USIMINAS (2) destaca-se pela inovação em produtos e/ou processos; (1) investe em melhorias de processos; (0) NDA	Não	0	Não citado
18	Sorte/ Incerteza	A USIMINAS (2) apresentou resultados relevantes positivos não esperados, devido a mudanças no ambiente do negócio; (1) parte do resultado (câmbio, etc.) favorável; (0) NDA	Sim	1	A crise teve curta duração graças a incentivos fiscais à demanda
19	Governo	A USIMINAS (2) é uma concessão; (1) recebeu incentivos ou proteções governamentais, vantagens tributárias diretas ou indiretas favoráveis; (0) NDA	Não	0	Não foi citada intervenção governamental, apesar das tentativas na crise

APÊNDICE B - QUADRO COM RELATÓRIOS ANALISADOS DA EMPRESA AES TIETÊ (2005 A 2009)

Falha Detectada	Fonte		Texto transcrito da Fonte Excluídas as tabelas e recomendações compra/venda de ações ("Ipsis Litteris" exceto negritos, fonte em itálico e numeração correspondentes às falhas detectadas)
	Corretora	Data	
(1) integração vertical	Fator	08/11/2005	O resultado da AES Tietê no 3T05 foi bom, porém inflado por efeitos não recorrentes. <b>A receita líquida cresceu 46% em relação ao 3T04 em função do reajuste tarifário de 7,1% nos contratos bilaterais, e de 9,0% nos contratos iniciais, assim como no aumento de energia contratada através de contratos bilaterais, que são 74% mais caros que os contratos iniciais (1).</b> O crescimento de receita também foi influenciado por efeitos não recorrentes, que totalizaram R\$50,4 milhões, em função da reversão da provisão de PIS/Cofins (R\$43,7 milhões) e do reconhecimento de ativos regulatórios de R\$6,7 milhões. Ajustando os efeitos não recorrentes, o crescimento de receita líquida seria de 26% em relação ao 3T04, e do Lajida, de 28%. O lucro líquido ajustado apresentou maior crescimento, pois houve variação negativa do IGP-M, que impactou positivamente na dívida reajustada por esse índice, e que gerou uma variação monetária positiva de R\$20 milhões. Opinião. O resultado foi bom, porém realizado os devidos ajuste ele ficou próximo ao esperado. <b>O ano de 2006 será o último ano de crescimento da empresa com o fim dos contratos iniciais e a imediata recontração a preços maiores com a Eletropaulo (1).</b>
(1) Integração Vertical (2) Localidade (3) Governo (4) Concentração	Solidus	21/07/2006	HIGHLIGHTS: A AES Tietê é uma geradora de energia elétrica e tem um parque gerador composto por 10 hidrelétricas. A capacidade instalada é de 2.651MW e a energia assegurada é de 1.275MW. <b>Atualmente, a AES Tietê é controlada pela Brasileira, holding formada pela AES Corp e o BNDES, sendo que a AES Corp possui 50,01% das ações ordinárias (2).</b> Desde janeiro de 2006 toda energia assegurada é vendida através de contrato bilateral com a AES Eletropaulo (1). O preço contratado está atualmente em R\$132,73/MWh. Em 2005 a AES Tietê comercializou 11,1 mil GWh de energia, gerando uma receita líquida de R\$1,218 bilhão, um Ebitda de R\$944 milhões e um lucro líquido de R\$556 milhões. A AES Tietê tem se destacado nos últimos anos por ser uma ótima pagadora de dividendos, fato este que em nossa opinião deve permanecer. A EMPRESA: Em 1999 o grupo AES Corporation adquiriu a AES Tietê (na época denominada Companhia de Geração de Energia Elétrica Tietê), criada da cisão da CESP para privatização. <b>A AES Tietê (código GETI3 e GETI4 na Bovespa) é uma geradora de energia elétrica e tem um parque gerador composto por 10 hidrelétricas, todas no estado de São Paulo (2). O contrato de concessão tem duração de 30 anos e encerra-se em 2029 (3,4).</b> A capacidade instalada é de 2.651MW e a energia assegurada é de 1.275MW. A maior hidrelétrica é a UHE Água Vermelha, com capacidade de 1.396MW, ou seja, 53% do total da empresa.
Integração Vertical (1)	Solidus	17/08/2006	HIGHLIGHTS: A AES Tietê teve um lucro líquido de R\$152,6 milhões no 2T06, crescimento de 35% sobre o 2T05. O conselho de administração aprovou proposta de dividendos sobre os resultados do primeiro semestre no valor de R\$3,06/mil ações ON e R\$3,36/mil ações PN. As ações passam a ser negociadas "ex"-dividendo em 18/08. <b>As perspectivas para a AES Tietê são de resultados bastante estáveis nos próximos anos, visto que sua energia está toda contratada com a Eletropaulo (1).</b> RESULTADO: A AES Tietê apresentou um resultado operacional sem surpresas. A única conta que destoou no resultado do 2T06 foi uma provisão de R\$19,8 milhões, porém de caráter não recorrente. O lucro líquido somou R\$152,6 milhões, crescimento de 35% sobre o 2T05. A receita bruta atingiu R\$384,1 milhões, um avanço de 28% sobre o 2T05. Alguns fatores justificam este incremento. Houve a substituição dos 25% remanescentes de contratos iniciais por contratos bilaterais, estes últimos com preços bem superiores. Além disso, em julho de 2005 houve correção de 7,1% no valor dos contratos bilaterais. Por fim, houve um aumento de 3,9% no total de energia gerada, passando para 3.192 Gwh. A receita líquida chegou a R\$348,8 milhões. Os custos tiveram alta acentuada de 59%. Os itens que mais pesaram foram provisões operacionais e gastos de transmissão e conexão. As provisões foram da ordem de R\$19,8 milhões (zero no 2T05) e se referem principalmente a interpretações desfavoráveis por parte da Aneel de PIS/COFINS (R\$15,3 milhões) sobre os antigos contratos iniciais. Em função das maiores vendas via contratos bilaterais, os custos de transmissão e conexão cresceram 62% para R\$18,7 milhões. Isto porque nestes contratos as despesas são divididas entre as partes. As despesas com pessoal subiram 22% para R\$9,6 milhões. Isto se deve ao maior número de funcionários e ao dissídio coletivo de 8,3% ocorrido em junho de 2005.
Governo (1)	Fator	09/11	O resultado operacional da AES Tietê no 3T06 foi bom e veio em linha com nossas

	r	/2006	<p>expectativas. O lucro líquido foi de R\$143,5 milhões comparativamente às nossas estimativas de R\$162,6 milhões e R\$152,6 milhões no 2T06. A receita líquida no 3T06 caiu 5,3% comparativamente ao 3T05, pois naquele período houve impacto positivo de reversão de provisão de PIS/COFINS. Lajida subiu 2,8%. em comparação ao 2T06 e caiu 9,9% em relação ao 3T05. A empresa anunciou a distribuição de dividendos (R\$1,06/ON e R\$1,17/PN) e juros sobre o capital próprio (R\$0,37/ON e R\$0,41/PN) referentes ao 3T06, com pay-out de 100%. Ainda sujeita à aprovação da Aneel, a AES Tietê poderá investir R\$225 milhões em dois anos para a construção de três Pequenas Centrais Hidrelétricas (PCH's) com capacidade instalada de 52 MW e energia assegurada de 29 MW médio.</p> <p><b>Além disso, a companhia apresentou proposta ao Governo do Estado de São Paulo que aborda, a suspensão da obrigação de expansão pelo período de cinco anos (1).</b> Acreditamos que a discussão sobre a obrigatoriedade de expansão seja um fator positivo para a empresa no longo prazo.</p>
Integração Vertical (1)	Solidus	18/12/2006	<p><b>HIGHLIGHTS:</b> A AES Tietê reportou um resultado trimestral sem sobressaltos. O lucro líquido foi de R\$143,5 milhões; A receita líquida do 3T06 foi de R\$342,6 milhões, e o EBITDA foi de R\$276,4 milhões; A situação financeira da AES Tietê segue tranquila, com uma relação dívida líquida/Ebitda de apenas 0,7x; As perspectivas da AES Tietê se mantêm positivas, com a manutenção de um elevado nível de distribuição de dividendos.</p> <p><b>RESULTADO:</b> A AES Tietê reportou um resultado trimestral sem sobressaltos. O lucro líquido foi de R\$143,5 milhões. Embora esse valor seja significativamente menor que os R\$200,8 milhões do 3T05, isso se deve ao fato de que naquele trimestre houve um item não-recorrente positivo no valor de R\$50,1 milhões. A receita líquida do 3T06 foi de R\$342,6 milhões, 5,3% inferior ao mesmo período de 2005. No entanto, a receita do 3T05 havia sido inflada por uma reversão de uma provisão de PIS e Cofins no valor de R\$50,1 milhões. Desconsiderando-se esse fato, observaríamos um incremento na receita líquida, devido a três motivos principais. <b>O primeiro é o aumento de 75% para 100% das vendas no contrato bilateral com a Eletropaulo, cuja tarifa é bem superior aos antigos contratos iniciais (1).</b> Além disso houve um aumento da energia gerada que passou de 3.033 GWh no 3T05 para 3.081 GWh no 3T06, representando um incremento de 1,6%. <b>Por fim ainda tivemos em julho desse ano o reajuste da AES Tietê em seu contrato bilateral com a Eletropaulo (1).</b> A tarifa foi corrigida pelo IGP-M em 0,9%, passando para 133,87/MWh. Ao longo desse ano os reservatórios da região sudeste (onde se localizam os da AES Tietê) sofreram uma redução considerável para atender a menor produção da região sul, onde as condições hidrológicas estiveram desfavoráveis. O nível dos reservatórios no sudeste caiu para 49,6% em setembro (65,3% em 2005). Apesar disso, o nível segue acima do ponto crítico estabelecido pelo Operador Nacional do Sistema (ONS). Os custos operacionais da AES Tietê foram da ordem de R\$85,4 milhões no 3T06, um incremento de 15,7% sobre o 3T05. Tiveram impacto relevante os gastos com transmissão e conexão, que subiram 45% para R\$20,3 milhões. Isso ocorreu porque houve um maior volume de vendas via contrato bilateral, quando os custos passaram a ser divididos entre as partes. Os gastos com pessoal subiram 16%, refletindo o dissídio em junho de 4% e o aumento do quadro de funcionários. O EBITDA do 3T06 foi da ordem de R\$276,4 milhões, queda de 9,9%. Isso se deve ao efeito já anteriormente citado de uma revisão de provisão de R\$50,1 milhões no 3T05. A margem Ebitda pelo mesmo motivo caiu de 84,7% para 80,7%, porém ainda em nível elevado. A situação financeira da AES Tietê segue tranquila. A principal dívida da empresa é com a Eletrobrás, no montante de R\$1.381 milhões e juros de 10%a.a. corrigido pelo IGP-M. A dívida líquida encerrou o mês de setembro em R\$730 milhões. Isso representa uma relação dívida líquida/Ebitda de apenas 0,7x. Os investimentos nos 9M06 somaram apenas R\$18,8 milhões e para o ano estão previstos R\$30 milhões. A AES Tietê estuda construir 3 Pequenas Centrais Hidrelétricas (PCHs) que acrescentariam 52MW de capacidade (capacidade atual de 2.651MW) e 29MW de energia assegurada. Os investimentos são estimados em R\$225 milhões. A Brasileira Energia, que tem como acionistas a AES Corp. (50,01% das ações ON) e o BNDES (49,99% das ações ON) vem fazendo uma reestruturação financeira e societária para melhorar a situação financeira e simplificar sua estrutura. A Brasileira Energia detém indiretamente participação em AES Tietê, Eletropaulo e Uruguiana, sendo que essa última não possui ações em bolsa. Em setembro houve uma oferta secundária de ações de Eletropaulo detidas pela AES Transgas, que em seguida incorporou a Brasileira. Em outubro a Energia Paulista incorporou a AES Transgas, e agora se chama Cia Brasileira de Energia. Os próximos objetivos são a extinção de diversas holdings, principalmente entre a Cia Brasileira de Energia e a AES Tietê. No curto prazo esta reestruturação não deve trazer impactos significativos para a AES Tietê. As perspectivas da AES Tietê seguem positivas, com a manutenção de um elevado nível de distribuição de dividendos e resultados operacionais bastante estáveis. Com nossas estimativas de distribuição de dividendos superior a 10% em 2007 sobre o atual preço das ações PN e a tendência de queda dos juros (atualmente em 13,25%), acreditamos que as ações da empresa devam sofrer um ajuste para cima. Nossas projeções para 2007 apontam ainda um</p>

			EBITDA de R\$ 1.123 milhões e um lucro de R\$ 623 milhões. Assim sendo, nosso P/L projetado é de 9,4x e o FV/EBITDA de 5,8x. O preço-alvo para 12 meses é de R\$ 73,60.
(1) Incerteza (previsibilidade) (2) não crescimento	Fato r	07/03 /2007	A AES Tietê divulgou, hoje pela manhã, o resultado do 4T06 que foi bom e veio dentro de nossas estimativas. O lucro líquido foi de R\$165,1 milhões comparativamente às nossas estimativas de R\$158,4 milhões e lucro líquido de R\$143,5 milhões no 3T06. A receita líquida no 4T06 cresceu 8,0% comparativamente ao 4T05. <b>No 4T06 não houve reajuste ou aumento de energia contratada, e portanto, a previsibilidade da receita era bastante alta (1).</b> O resultado operacional no 4T06 veio dentro do esperado. Nesse trimestre houve o efeito não recorrente do ganho atuarial de R\$13,3 milhões, e que foi redutor nas despesas de pessoal. Foram provisionados R\$164 milhões de dividendos, que perfaz uma distribuição de R\$614 milhões, ou 100% de pay-out em 2006. Apesar do investimento em 3 PCHs, ele não é representativo em relação a potencia instalada da companhia. <b>Portanto, a AES Tietê é uma história de dividendos com baixo crescimento (2).</b>
(1) Integração Vertical	Solídus	09/03 /2007	A AES Tietê apresentou um resultado bom no 4T06, com um lucro líquido de R\$165,1 milhões, valor 14% superior ao 4T05. <b>O principal motivo para essa melhora foi o maior volume de vendas realizado via contrato bilateral, no qual os preços são superiores. A partir de janeiro/2006 a empresa passou a vender toda sua energia assegurada através desse tipo de contrato. Em 2005 esse percentual era de apenas 75% (2).</b> A receita líquida somou R\$346,4 milhões no 4T06, um acréscimo de 8% em relação ao mesmo período de 2005. Os custos operacionais somaram R\$84,7 milhões no trimestre, comparando com o valor de R\$131,6 milhões no 4T05. No entanto, essa redução foi afetada por dois itens não recorrentes. No 4T05 houve uma provisão de R\$58,3 milhões ao passo que no 4T06 foi registrado um ganho atuarial de R\$13,3 milhões. Com isso o Ebitda alcançou R\$278 milhões, ante R\$204,9 milhões no 4T05. O resultado financeiro foi negativo em R\$18,1 milhões, ante valor positivo de R\$13 milhões no mesmo período de 2005. Essa diferença se deve à queda da Selic que diminuiu as receitas das aplicações financeiras e principalmente à uma reversão de despesa no valor de R\$37 milhões no 4T05. <b>PONTOS POSITIVOS</b> Ebitda elevado, que atingiu R\$278 milhões no trimestre com uma margem de 80,2%. Anúncio de dividendos referentes ao quarto trimestre no valor de R\$1,65/mil ações ON e R\$1,82/mil ações PN. A assembléia para aprovar mais este dividendo ocorre em 09/04. Em relação ao exercício de 2006, o montante distribuído foi de R\$ 614 milhões, o que corresponde a um Dividend Yield de 11%. Embora de porte relativamente pequeno para a AES Tiete, há a expectativa de construção de três novas PCH's nos próximos anos. Para 2007 as estimativas para investimentos são de R\$75 milhões (R\$46 milhões em 2006). Relação dívida líquida/Ebitda de apenas 0,6x é extremamente confortável. O nível dos reservatórios da AES Tietê está em patamar confortável. <b>PONTOS NEGATIVOS</b> O resultado financeiro foi mais fraco em função da queda do CDI e reduziu as receitas financeiras sobre as aplicações. Aumento significativo nos custos de transmissão e energia comprada para revenda.
(1) Integração Vertical (2) não crescimento	Coinvalores	31/03 /2007	No 1º trim/07, a AES Tietê reportou bom desempenho, sendo que o principal destaque foi o reajuste do preço do contrato bilateral com a Eletropaulo, cujo preço praticado é bem superior aos preços do mercado livre, passando de R\$ 132,73 /MWh para R\$ 133,87/MWh; como reflexo da variação do IGP-M no período (cerca de 0,8%). Atualmente, o contrato bilateral com a Eletropaulo é o único contrato de venda de energia assegurada que a AES Tietê possui. Contudo, a companhia vem produzindo, nos últimos anos, mais energia que sua capacidade assegurada junto ao ONS (Operador Nacional do Sistema). Isso lhe garante um excedente de produção que acaba sendo negociado no mercado <i>spot</i> (curto prazo). Nota-se que, dada as boas condições hidrológicas de suas usinas, o volume de energia comercializada através do MRE/CCEE (Mecanismo de Realocação de Energia / Câmara de Comercialização de Energia Elétrica) no 1º trim/07 foi 16,7% superior em comparação com o mesmo período de 2006. Mesmo representando uma parcela relativamente pequena da receita líquida, a maior venda de energia no mercado <i>spot</i> acabou provocando crescimento da receita líquida da ordem 3,0%, bem acima da variação do IGP-M, que é o único fator de reajuste de seus contratos. Assim, além dos fatores citados relativos à receita, os menores custos e despesas operacionais registrados no período levaram à companhia a registrar aumento de 4,9% em sua geração de caixa medida pelo EBITDA, com evolução de margem/EBITDA de 1,4 pp, passando de 78,4% para 79,8% no 1º trim/07. Por fim, o lucro líquido da AES Tietê no trimestre foi 4,9% superior ao mesmo período do ano anterior, sendo que a margem líquida também apresentou crescimento, passando de 43,8% para 44,6%. <b>Perspectivas A AES Tietê possui obrigação junto ao poder concedente de realizar até o final de 2007 investimento em expansão de sua capacidade de geração de 15,0% (aproximadamente 400 MW), dentro do Estado de São Paulo, segundo cláusula do contrato de concessão. Contudo, a companhia, atualmente, enfrente problemas para cumprir esta cláusula, tendo em vista que: i) não há recursos hídricos disponíveis no Estado de São Paulo para a construção de uma hidrelétrica deste porte; ii) O estado de São Paulo proibiu, por decreto, a construção de usinas térmicas dentro dos limites do estado. Assim, mesmo tendo plenas</b>

			<p><i>condições financeiras para realizar um projeto desta magnitude, não há condições técnicas para execução do mesmo, pelo menos dentro do Estado de São Paulo. Desta forma, a AES Tietê tem mantido entendimentos junto a ANEEL e o Governo do Estado de São Paulo, com o intuito de esclarecer a impossibilidade técnica de cumprimento de tal obrigação. Neste sentido, tanto o governo paulista quanto a ANEEL estão avaliando as seguintes alternativas: i) aumento do prazo em mais 2 anos; ii) suspensão da obrigação de expansão, se comprovada de fato a inviabilidade técnica para o seu cumprimento (2).</i> Contudo, não há ainda nenhuma definição quanto ao assunto, o que pode representar um fator de risco a companhia, podendo resultar em punições, inclusive com a perda da concessão.</p>
(1) não incerteza (2) não crescimento	Fato r	14/5/2007	<p>O resultado do 1T07 da AES Tietê foi bom e veio em linha com nossas estimativas. O lucro líquido foi de R\$160,5 milhões comparativamente às nossas estimativas de R\$160,1 milhões e lucro líquido de R\$152,9 milhões no 1T06. A receita líquida no 1T07 cresceu 3,0% comparativamente ao 1T06. O volume comercializado e ficou acima do projetado, em razão de maior geração de energia comercializada através do MRE (Mecanismo de Realocação de Energia) e da CCEE (Câmara de Compensação de Energia Elétrica), e da maior demanda pela Eletropaulo, uma vez que o volume anual de energia fornecida através do contrato bilateral é distribuído ao longo dos meses de acordo com o comportamento de demanda. O resultado operacional no 1T07 veio acima do esperado. Os custos operacionais foram 5,3% inferiores ao mesmo período em 2006. <b>Os resultados da empresa estão cada vez mais previsíveis e estáveis pois o crescimento é apenas marginal (1,2).</b></p>
(1) não incerteza	Solídus	21/05/2007	<p><b>A AES Tietê apresentou um resultado sem surpresas no 1T07 (1).</b> O lucro líquido foi de R\$ 160,5 milhões, comparado aos R\$ 152,9 milhões do 1T06. A receita líquida da empresa atingiu R\$ 359,8 milhões e teve um crescimento de 3,0% sobre o 1T06, explicado pelo reajuste de 0,9% a tarifa em julho/2006 e pelo aumento de 15,1% na energia gerada, que totalizou 4.093 GWh. A receita não cresceu na mesma proporção da energia gerada, pois a energia gerada além da capacidade assegurada é vendida ao MRE (Mecanismo de Realocação de Energia) e na CCEE (Câmara de Comercialização de Energia Elétrica), onde os preços são muito inferiores ao preço do contrato bilateral com a Eletropaulo. Os custos operacionais apresentaram uma queda de 5%, para R\$ 88,8 milhões. Entretanto, no 1T06 havia sido registrada uma perda atuarial não recorrente de R\$ 3,3 milhões e uma despesa com pesquisa e desenvolvimento de R\$ 5,1 milhões. O Ebitda do 1T07 foi de R\$ 287 milhões, com uma margem Ebitda de 79,8%, ante 78,4% no 1T06. O resultado financeiro líquido foi negativo em R\$ 29,0 milhões, comparado com os R\$ 23,4 milhões negativos no 1T06. Esse fato se deve a dois motivos: menores receitas financeiras, pois as aplicações estão atreladas ao CDI, e maiores despesas, pois a dívida está atrelada ao IGP-M, que foi de 1,1% no 1T07 e 0,7% no 1T06. Em março de 2007 o BNDESPAR informou que está iniciando um processo de venda das ações que possui na Brasileira, uma empresa holding que controla a AES Tietê e outros ativos (como a Eletropaulo). Ainda não há data prevista para essa oferta. Não pode ser descartada uma futura reestruturação dos ativos da Brasileira. PONTOS POSITIVOS Distribuição de dividendos no valor de R\$ 1,61/ação ON e R\$ 1,77/ação PN referentes aos resultados do 1T07. As ações ficam ex-dividendos em 29/05/2007 e o pagamento ocorre em 06/06/2007. A empresa pretende construir 3 PCHs no Estado do Rio de Janeiro, com capacidade instalada de 52 MW. A energia gerada foi bem acima da capacidade assegurada no 1T07. PONTOS NEGATIVOS Resultado financeiro impactado pelo CDI mais baixo e IGP-M mais alto.</p>
(1) Integração Vertical (2) Não crescimento	Coinvalores	30/06/2007	<p>A AES Tietê, em termos operacionais, mostrou bom desempenho no 2º trim/07, contudo, dado o efeito extraordinário da cobrança de Pis / Cofins, relativo ao contrato bilateral com a Eletropaulo, a margem / EBITDA da companhia no trimestre acabou apresentando forte retração. <b>Atualmente, a AES Tietê possui apenas um único contrato para venda de sua energia assegurada junto a AES Eletropaulo, com preço praticado em torno de R\$ 133,9 MW/h, que é 70,0% superior aos preços atualmente praticados nos contratos atuais de energia (1).</b> Desta forma, o reajuste de quase 1,0% no preço da energia contratada junto a Eletropaulo, além das mudanças no regime de tributação do PIS / Cofins, proporcionou crescimento na receita líquida. Em termos de volume vendido, vale destacar que a AES Tietê mostrou redução de quase 6,1% na energia total gerada, contudo, isso não trouxe grandes perdas à empresa tendo em vista que sua geração de energia se manteve acima dos níveis assegurados com o Operador Nacional do Sistema - ONS. Ou seja, o único impacto foi a redução na venda de energia excedente para o mercado <i>spot</i>. Já o EBITDA da empresa apresentou forte redução, em especial pela despesa extraordinária de R\$ 92,5 milhões referente ao pagamento de TUSD (Tarifa pelo Uso do Sistema de Distribuição) de acordo com Resolução da ANEEL. Mesmo com a reversão da provisão de Pis / Cofins no montante de R\$ 15,3 milhões, referente aos reembolsos às distribuidoras com as quais a AES Tietê possuía Contratos Iniciais, a forte queda na margem/EBITDA não foi evitada. Excluindo estes efeitos extraordinários, o EBITDA no trimestre seria de R\$ 281,4 milhões, com margem de 73,9% em relação à receita líquida. Em termos financeiros, a Tietê apresenta uma boa condição, não apresentando contratos de</p>

			<p>financiamentos bancários. Sua principal dívida é representada por uma confissão de dívida com a Eletrobrás herdada na privatização, com vencimento em 15 de maio de 2013. Sobre essa dívida incorrem juros anuais de 10,0% e correção monetária pela variação do IGP-M. Perspectivas: <i>A AES Tietê possui obrigação junto ao poder concedente de realizar até o final de 2007 investimentos em expansão de sua capacidade de geração de 15,0% (aproximadamente 400 MW), dentro do Estado de São Paulo, segundo cláusula do contrato de concessão. Contudo, a companhia, atualmente, enfrenta problemas para cumprir esta cláusula, tendo em vista que: i) não há recursos hídricos disponíveis no Estado de São Paulo para a construção de uma hidrelétrica deste porte; ii) O estado de São Paulo proibiu, por decreto, a construção de usinas térmicas dentro dos limites do estado. Assim, mesmo tendo plenas condições financeiras para realizar um projeto desta magnitude, não há condições técnicas para execução do mesmo, pelo menos dentro do Estado de São Paulo. Desta forma, a AES Tietê tem mantido entendimentos junto a ANEEL e o Governo do Estado de São Paulo, com o intuito de esclarecer a impossibilidade técnica de cumprimento de tal obrigação (2).</i> Mesmo com a existência destes fatores de risco relacionados às exigências regulatórias, recomendamos a compra para as ações da AES Tietê, principalmente para investidores com foco em retorno no médio e longo prazo e em dividendos.</p>
	Solius	21/08/2007	<p>TRIMESTRE COM ITENS NÃO RECORRENTES O resultado da AES Tietê no 2T07 foi atípico. Em função de despesas e receitas não recorrentes, houve variações significativas em diversas contas, o que acaba distorcendo algumas comparações. O lucro líquido do 2T07 foi de R\$ 142,1 milhões, uma queda de 6,9% em relação ao 2T06. A energia gerada no trimestre foi de 2.998 GWh, uma redução de 6,1% quando comparado com o 2T06. Essa redução está atrelada à menor solicitação de despacho de energia pelo NOS (Operador Nacional do Sistema). A receita líquida apresentou uma elevação de 9,1% em comparação ao 2T06, o que se deve ao impacto da mudança do regime de incidência de PIS/COFINS para o regime não cumulativo. O resultado líquido positivo dessa mudança foi de R\$ 74,5 milhões, sendo R\$ 28,5 milhões na receita líquida, R\$ 15,3 milhões em redução de custos (reversão de provisões operacionais) e R\$ 30,8 milhões no resultado financeiro. Os custos da AES Tietê no 2T07 somaram R\$ 164,3 milhões, um incremento de 71% sobre o mesmo período de 2006. Essa elevação, entretanto, se deve a uma despesa extraordinária de R\$ 92,5 milhões referente ao pagamento da TUSD (Tarifa de Uso dos Sistemas Elétricos de Distribuição). Nas despesas com provisões operacionais, como anteriormente citado, foi revertido o valor de R\$ 15,3 milhões referente a PIS/COFINS, o que compensou parcialmente o impacto do pagamento da TUSD. Os custos com energia comprada para revenda subiram 38,6%, em função do aumento da tarifa média de R\$ 74,68/MWh para R\$ 95,78/MWh. Nos demais custos não houve nenhuma alteração significativa. O Ebitda da companhia foi de R\$ 232,6 milhões, um recuo de 13% em relação ao 2T06, em função dos itens não recorrentes comentados anteriormente. Em consequência, a margem Ebitda caiu de 77,1% para 61,1%. O resultado financeiro líquido foi positivo em R\$ 10,1 milhões, comparado aos R\$ 23,7 milhões negativos do 2T06. Essa melhora ocorreu principalmente em virtude da contabilização da variação monetária dos créditos tributários de PIS/COFINS. Ao passo que o valor pago às distribuidoras foi corrigido pelo IGP-M, o valor referente ao crédito tributário foi corrigido pela Selic. A dívida líquida em junho/07 era de R\$ 732 milhões, representando apenas 0,7x o Ebitda anualizado. Ao longo do 1S07, o BNDESPAR anunciou que pretende se desfazer de sua participação na Cia Brasileira de Energia (CBE), holding que controla diversos ativos, entre os quais a AES Tietê e a AES Eletropaulo. O controle da CBE é dividido pela AES Corp (50,01% do capital votante) e BNDESPAR (49,99%). A AES Corp tem o direito de preferência para comprar a participação do BNDESPAR, mas caso não o exerça, será obrigado a vender a sua participação, o que geraria direito de Tag Along de 80% para os detentores de ações ordinárias de AES Tietê. Até o momento a AES Corp não se pronunciou oficialmente se pretende adquirir a participação do BNDESPAR, embora acreditemos que o cenário mais provável seja o de ela adquirir essa participação, o que não acarretaria direito de Tag Along. PONTOS POSITIVOS __ A empresa anunciou dividendos no valor de R\$1,42/ação ON e R\$1,56/ação PN. As ações ficam ex-dividendo em 27/08 e o pagamento ocorre em 03/09; __ Construção de 3 novas PCH's nos próximos 2 anos. PONTOS NEGATIVOS __ Item não recorrente prejudicou o resultado do trimestre.</p>
(1) Integração Vertical (2) não crescimento	Coinvalores	31/08/2007	<p>A AES Tietê apresentou resultado tímido no 3º trim/07. A receita líquida cresceu em 6,3% atingindo valor de 364,1 milhões, motivada principalmente por: (i) <b>reajuste no preço do contrato bilateral com a Eletropaulo (1)</b>; (ii) maior volume de energia vendida para a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica - CCEE e MRE (mecanismo de realocação de energia) <b>Atualmente, a AES Tietê possui contrato para venda de sua energia assegurada junto a AES Eletropaulo, com preço em torno de R\$ 132 MW/h, que é aproximadamente 65% superior aos preços praticados nos contratos atuais de energia (1).</b> Desta forma, o reajuste de quase 1,0% no preço da energia contratada junto a</p>

			<p>Eletropaulo, além das mudanças no regime de tributação do PIS / Cofins, proporcionou crescimento na receita líquida. A AES Tietê apresentou aumento nos custos e despesas operacionais, fruto da elevação da TUSD geração (Tarifa pelo Uso do Sistema de Distribuição) para o ciclo 2007/2008 e do impacto positivo no 3º trim/06 da reversão de uma provisão. Porém, estes custos foram compensados pelo avanço da receita líquida, motivada principalmente por reajuste no preço do contrato bilateral com a Eletropaulo e pelo maior volume de energia vendida para o CCEE/MRE. A partir deste equilíbrio entre custos e receita, o EBTIDA se manteve estável em R\$ 276,7 milhões. No entanto foi percebida queda de 5 p.p. na margem/EBTIDA, passando para a marca de 76,0%, o que ainda é um valor bem expressivo. O lucro líquido também apresentou ligeira queda de 1,6%, nada, porém, que afetasse de forma decisiva a distribuição de dividendos que foi correspondente a 100% deste montante. Perspectivas A AES Tietê possui obrigação junto ao poder concedente de realizar até o final de 2007 investimentos em expansão de sua capacidade de geração de 15,0% (aproximadamente 400 MW), dentro do Estado de São Paulo, segundo cláusula do contrato de concessão. Contudo, <b><i>a companhia, atualmente, enfrenta problemas para cumprir esta cláusula, tendo em vista que: i) não há recursos hídricos disponíveis no Estado de São Paulo para a construção de uma hidrelétrica deste porte e; ii) O estado de São Paulo proibiu, por decreto, a construção de usinas térmicas dentro dos limites do estado. Assim, mesmo tendo plenas condições financeiras para realizar um projeto desta magnitude, não há condições técnicas para execução do mesmo, pelo menos dentro do Estado de São Paulo(2).</i></b> Desta forma, a AES Tietê tem mantido entendimentos junto a ANEEL e o Governo do Estado de São Paulo, com o intuito de esclarecer a impossibilidade técnica de cumprimento de tal obrigação. No ano de 2007 a projeção de investimentos da companhia reduziu de R\$ 75,5 milhões para R\$ 52,5 milhões, motivada por um adiamento do investimento para a construção de três pequenas centrais hidroelétricas (“PCHs”) no estado de São Paulo. Os atuais investimentos se concentram na recapacitação e modernização de usinas. Mesmo com a existência destes fatores de risco relacionados às exigências regulatórias, recomendamos a compra para as ações da AES Tietê, principalmente para investidores com foco em retorno no médio e longo prazo e em dividendos.</p>
(1) Integração vertical	Solidus	27/11/2007	<p>A AES Tietê teve um resultado satisfatório no 3T07, com aumento na geração de energia e impactado pela alteração do regime de incidência de alguns tributos. A receita líquida teve um crescimento de 6,3% no 3T07 ante o 3T06. Contudo, esse crescimento ocorreu em função principalmente da mudança do regime de incidência do PIS/Cofins (em junho/2007), de 9,25% (não-cumulativo) para 3,65% (cumulativo), O que reduziu as deduções sobre a receita. Houve ainda um crédito de R\$ 5,4 milhões referente à reversão da provisão para litígios de Cofins. A energia gerada teve um crescimento de 11,3% no 3T07/3T06 (totalizando 3.428,5 GWh) e foi 25,8% superior à energia assegurada para o trimestre. O preço de energia teve uma redução de 1,4% no mesmo período. Em junho, o preço passou de R\$ 133,9/MWh para R\$ 127,0/MWh, em função da mudança de regime incidência de PIS/Cofins. <b>Em julho, esse preço teve um reajuste de 3,89% (reajuste anual do contrato bilateral da AES Tietê com a Eletropaulo), passando para R\$ 132/MWh (1).</b> A margem bruta caiu de 76,0% no 3T06 para 71,5% no 3T07, em função do aumento dos custos no período. O destaque foi o aumento da TUSDgeração para o ciclo 2007/2008, que elevou as despesas com transmissão e conexão em 74,2% no 3T07/3T06, para R\$ 35,3 milhões. O Ebitda se manteve praticamente estável no 3T07/3T06, em R\$ 276,7 milhões, e a margem Ebitda passou de 80,7% no 3T06 para 76,0% no 3T07. O resultado financeiro ficou negativo em R\$ 47,0 milhões no trimestre, ante resultado negativo de R\$ 28,9 milhões no 3T06. O aumento do IGP-M no período impactou as despesas financeiras, que são atreladas a esse índice. Ao mesmo tempo, o menor saldo médio das aplicações e a redução da Selic média no período causaram uma redução nas receitas financeiras da empresa. A dívida líquida estava em R\$ 703,6 milhões em setembro/2007 (-3,6% ante setembro/2006), e a relação dívida líquida/Ebitda era de 0,7x. O lucro líquido somou R\$ 141,1 milhões no trimestre, valor que foi 100% distribuído na forma de dividendos (ex-dividendos em 22/11/2007). No 3T06, o lucro havia totalizado R\$ 143,5 milhões. O processo de venda da participação do BNDESPAR na Companhia Brasileira de Energia (holding que controla a AES Tietê, AES Eletropaulo, entre outros ativos) segue em andamento. O BNDESPAR e a AES contrataram instituições financeiras para o processo de avaliação econômico-financeira da Brasileira. Como essas avaliações diferiram em mais de 10% uma da outra, uma terceira instituição, a KPMG Auditores Independentes, foi contratada em setembro. Ao final do processo de avaliação, o preço mínimo para alienação das ações da Brasileira será baseado na média das três avaliações. Na nossa opinião, a AES Corporation (que já detém 50,1% das ações ordinárias da Brasileira), deve comprar a participação do BNDESPAR na holding. Caso outro grupo venha a adquirir essa participação, será caracterizado como troca de controle, o que dará direito de <i>tag along</i> de 80% para as ações ON da AES Tietê. PONTOS POSITIVOS Crescimento de 11,3% na geração de energia no 3T07/3T06; Reajuste, em julho, de 3,89%</p>

			no preço praticado no contrato bilateral, que passou para R\$ 132/MWh; Níveis de armazenamento de energia dos reservatórios do Sudeste, onde estão localizadas as usinas da AES Tietê, continuam em nível elevado. PONTOS NEGATIVOS Queda da margem bruta (de 76,0% para 71,5%) e da margem Ebitda (de 80,7% para 76,0%) na comparação 3T07/3T06; Aumento dos custos de transmissão e conexão.
(1) Integração Vertical	Coinvalores	17/11/2008	Em dividendos ela é 100! A companhia por mais uma vez, realizou a distribuição de 100% de seu lucro líquido no trimestre, resultado este que foi 33,0% superior ao do mesmo trimestre de 2007. O que permite à empresa essa elevada distribuição é seu confortável nível de endividamento aliado à forte geração de caixa. <b>No trimestre, a companhia apresentou receita líquida 16,2% superior, fruto do reajuste do contrato bilateral junto a Eletropaulo de 13,44%</b> (1) e da comercialização de energia na CCEE (mercado spot) com preços médios superiores aos praticados no 3º trim/07. Tais fatores somados à redução dos custos resultaram em EBITDA 20,6% maior na mesma base de comparação. O resultado financeiro da companhia também apresentou bom comportamento no trimestre. A receita financeira apresentou evolução de 53% em razão das maiores disponibilidades, atingindo R\$ 743,4 milhões ante R\$ 593,9 milhões no ano anterior, e elevação da taxa de juros no período. Já na despesa financeira houve queda de 6,2% decorrente da redução do IGP-M médio sobre dívida da empresa reajustada por este indicador, diga-se de passagem, única dívida da companhia. A obrigação de expansão da capacidade firmada com o estado de São Paulo segue sendo “a ervilha no colchão”. A obrigatoriedade de expansão da capacidade no estado de São Paulo, ainda não tem uma solução definida. A empresa vem realizando estudos e conversas junto ao governo estadual e a outros órgãos buscando soluções que permitam atender a necessidade do estado, entretanto, dentro do cabível. A ANEEL se proferiu fora das discussões atuando apenas como órgão regulador e deixando entre o governo estadual e a companhia a resolução do litígio. A companhia apresenta nível de endividamento extremamente confortável (0,4x dívida líquida/EBITDA), desta forma, não vemos problemas nesse quesito para realizar os investimentos necessários. A companhia realizou investimentos da ordem de R\$ 35,4 milhões nos nove primeiros meses do ano, aproximadamente 50% desse valor só no 3º trimestre. O CAPEX foi direcionado em grande parte em equipamentos e manutenção e nas obras de PCH's em São Paulo. Em função do atraso na obtenção de licença ambiental para projetos relacionados às PCH's no Rio de Janeiro, a companhia reduziu sua estimativa de CAPEX para 2008 de R\$ 85,9 milhões para R\$ 65,7 milhões. Seguimos com recomendação de compra, principalmente para investidores que visam retorno através de bons dividendos.
(1) Integração Vertical	Coinvalores	13/04/2009	Dividendos ou JSCP? Que tal os dois? O 4º trim/08 não foi diferente para a AES Tiete, a companhia manteve seu bom desempenho, forte geração de caixa e boas práticas na distribuição de proventos. <b>No acumulado de doze meses a receita bruta apresentou elevação de 10,4% em comparação ao ano anterior, impulsionada pelo reajuste do contrato bilateral de 13,44% em jul/08, mais que compensando o menor volume (-1,9%) de energia gerada no período (1).</b> A estabilidade na linha de custos e despesas operacionais em relação a 2007 permitiu o crescimento de 14,2% do EBITDA, totalizando R\$ 1,25 bilhão e ganhos de 2 p.p. na margem, se situando em 77,4% no ano. A forte geração de caixa foi levemente mitigada pela maior despesa financeira líquida no período, que por sua vez, foi impactada negativamente, em função da elevação do IGP-M que corrige a dívida da companhia. Contudo, o maior resultado financeiro negativo não foi suficiente para ofuscar o lucro líquido do exercício de R\$ 692,5 milhões, 13,7% superior na comparação vis a vis ao ano anterior. Os bons resultados apresentados pela empresa permitiram a manutenção da prática de distribuição de 100% do lucro líquido auferido em 2008. A forte geração de caixa aliada às boas práticas na distribuição de dividendos reforçam o perfil defensivo dos papéis da companhia. Os investimentos programados para 2009 somam R\$ 101,0 milhões, alocados, sobretudo, nas obras de manutenção e modernização e nos projetos de expansão existentes. A companhia apresenta baixíssima alavancagem, com relação dívida líquida/EBITDA de 0,3x. Ademais, a empresa apresenta um único passivo contratado junto a Eletrobrás e corrigido pela variação do IGP-M, o que lhe permite um hedge natural uma vez que esse é o mesmo índice que corrige o contrato junto a Eletropaulo. Quanto ao mercado de energia, a expectativa é que, em 2009, os preços médios de energia praticados, principalmente no 1º trimestre virão abaixo dos preços praticados em 2008 em razão da situação confortável dos reservatórios. No entanto, ainda esperamos boa rentabilidade em função do reajuste já aplicado em jul/08 e eficiência no controle de custos. Ademais, o acordo referente ao pagamento da TUSDg ficou acertado em R\$ 177 milhões, pagos em 36 parcelas mensais de R\$ 5,0 milhões a partir de 30/jan/09, o que vai gerar reversão de provisão de R\$ 13,0 milhões no resultado do 1º trimestre, uma vez que a companhia havia provisionado R\$ 190,1 milhões referente a esta pendência.
(1) Integração Vertical	Coinvalores	25/5/2009	Gerando retorno ao acionista. Desempenho favorável no primeiro trimestre e forte evolução do lucro líquido se refletiu, mais uma vez, num pay out de 100%. O lucro líquido da companhia neste trimestre totalizou R\$ 215,3 milhões, representando aumento de

		<p>24,6% na comparação com o mesmo período de 2008. Sendo assim, a empresa optou pela distribuição de 100% deste resultado em dividendos, com pagamento a ser efetuado no dia 29/mai/09. No 1º trim/09 a geração de energia foi 37% superior a energia assegurada, com o volume excedente sendo alocado no MRE e no mercado Spot. Contudo, o preço médio verificado no CCEE (spot) foi bastante inferior ao preço praticado no 1º trim/08. <b>A receita líquida foi 6% superior no 1º trim/09, em função do reajuste de 13,44% do contrato bilateral junto a Eletropaulo em jul/08 (1).</b> Vale lembrar que este reajuste ocorre anualmente e é efetuado com base no IGP-M. Já o aumento da energia negociada no mercado spot foi mitigado pelo preço médio bastante inferior. Os custos e despesas operacionais se apresentaram 3,4% inferiores. O principal fator para tal redução foi o efeito da reversão de provisão da TUSDg (não recorrente), totalizando R\$ 13,0 milhões, contribuindo assim para a redução de 24,8% na linha de custos de transmissão e conexão. Maiores receitas e redução dos custos culminaram no incremento de 9% do EBITDA e no ganho de 2 p.p. na margem. A melhora no resultado financeiro ante o 1º trim/08 ocorreu em razão da menor variação do IGP-M, índice que reajusta o único passivo detido pela companhia, reduzindo a linha de despesas financeira. Além disso, o maior saldo médio de caixa, aliado a SELIC também superior favoreceram o incremento de 48,3% da receita financeira. A combinação de todos os fatores anteriormente citados contribuiu para a forte evolução do lucro e permitiram a manutenção da prática de distribuição de 100% do resultado auferido no 1º trim/09. Baixo nível de endividamento. A companhia manteve a relação dívida líquida/EBITDA em patamar bastante confortável de 0,4x. Os investimentos realizados neste primeiro trimestre totalizaram R\$ 9,4 milhões, montante praticamente irrisório frente a geração de caixa da companhia e direcionado, principalmente, para a manutenção e modernização de seus ativos. Reforçamos nossa recomendação de compra para investidores que visem retorno em proventos.</p>
--	--	---

APÊNDICE C - QUADRO COM RELATÓRIOS ANALISADOS DA EMPRESA SOUZA CRUZ (2005 A 2009)

Falha Detectada	Fonte		Texto transcrito da Fonte - excluídas as tabelas ("Ipsis Litteris" exceto negritos, fonte em itálico e numeração correspondentes às falhas detectadas)
	Corre-tora	Data	
(1) Concentração (2) Adaptação	Fator	30/04/2005	Os resultados do 4T05 da Souza Cruz foi fraco, com margens operacionais abaixo das expectativas. O lucro líquido foi de R\$ 205 milhões (projeção de R\$ 181 milhões), a receita líquida foi de R\$ 1.030 milhões (projeção de R\$ 1.005 milhões), LAJIDA de R\$ 226 milhões (projeção de R\$ 308 milhões). O volume de vendas no último trimestre de 2005 foi de 19,8 bilhões de cigarros no mercado interno, 3,7% acima do projetado, e 5% acima do 4T04. No mercado externo foram vendidos 40 mil toneladas de fumo, 14% abaixo do projetado, e 9% abaixo do vendido no 4T04. Os pontos negativos do resultado do 4T05: (a) queda de <b>market-share de 1,0 p.p. entre o 3T05 e o 4T05, para 71,4%, comparativamente a 75,1% do 4T04 (1)</b> . A marca Derby, líder no país, foi a que mais sofreu, caindo de <b>32,6% para 31,8% de participação de mercado</b> . Essa é a marca que mais sente a influência da concorrência desleal. A estratégia atual tem sido a <b>ampliação da participação em segmentos de maior valor agregado e o aumento das despesas de marketing, que subiram 25% em relação a 2004 (2)</b> . Entretanto, esta estratégia não está conseguindo manter a participação de mercado, que continua a cair a cada trimestre; e (b) aumento das despesas gerais e administrativas, que ficaram em R\$ 164 milhões, 31% acima do projetado e 38% acima do 4T04. O principal item que contribuiu para o aumento foi despesas de salários e encargos, que praticamente dobrou em relação ao mesmo período de 2004, devido ao crescimento do número de funcionários (4T05: 6.082 e 4T04: 5.604), além do pagamento antecipado do bônus, que não foram contemplados em nossas projeções. Com isso, o LAJIDA de R\$ 226 milhões ficou 27% abaixo do projetado O lucro líquido só ficou acima do projetado devido à provisão para imposto de renda de apenas R\$ 15 milhões, comparativamente a nossa estimativa de R\$ 98 milhões projetados e R\$ 80 milhões no 4T04. A remuneração aos acionistas totalizou R\$ 692 milhões com os resultados de 2005, o que correspondeu a um índice pay-out de 100%, um dos maiores entre as empresas abertas.
(1) Concentração (2) Governo (3) Recursos (4) Sorte (5) Localidade (6) <i>Não Crescimento</i>	Fator	02/08/2005	O resultado operacional foi fraco, abaixo de nossas expectativas. O lucro líquido de R\$ 110 milhões ficou abaixo de nossas estimativas, R\$ 267 milhões, e 55% abaixo do reportado no 2T04. Pontos Positivos 1. <b>Ganho de market-share de 0,7 p.p. entre o 1T05 e o 2T05, chegando a 73% (1), o melhor ganho trimestral dos últimos anos. Isso foi creditado em parte por uma melhor fiscalização do governo (2)</b> e também pelos investimentos em novos lançamentos, porém, se comparado ao 2T04, o share caiu 2,3 p.p., indicando que a concorrência informal continua a afetar suas vendas; 2. <b>Aumento da margem bruta, que passou de 57,6% no 2T04 para 58,8%, 1,4 p.p. acima do projetado, devido aos ganhos de escala e a valorização do real (3,4)</b> . Pontos Negativos 1. Aumento das despesas com vendas, que ficou 25% acima do projetado. O principal impacto ocorreu em publicidade, que representa 44% dessas despesas e subiu 60% se comparado com o 2T04. Vale lembrar que o setor não veicula suas propagandas nos meios de comunicação, se limitando a fazê-la nos pontos de vendas ou no oferecimento de serviços e melhoramentos; 2. <b>Embora o volume de exportações tenha aumentado 8% em relação ao 2T04, a valorização do câmbio no período afetou o desempenho dessas receitas, que caíram 16% em reais (5)</b> . Os preços médios em dólares caíram 2,7% no período, e não esperamos uma recuperação dos preços no curto prazo. Perspectivas Os resultados foram fracos, abaixo de nossas estimativas. Acreditamos que a estratégia de incremento de despesas de marketing teve resultado, pois reverteu a tendência de queda na participação de mercado, mas prejudicou as margens operacionais da empresa. Não esperamos que isso se mantenha ao longo dos próximos períodos. A empresa alertou que o crescimento de 21% dos volumes das exportações no 1S05 em relação ao 1S04 ocorreu devido às diferenças entre os cronogramas de embarques, não sendo indicativo do volume total a ser exportado no ano. Estimamos um crescimento de 15% no ano. As exportações, que representam 15% das vendas, devem continuar sofrendo os efeitos do câmbio valorizado. <b>A empresa já atingiu um nível de maturidade na qual não necessita mais de vultosos investimentos para atender a demanda, que está praticamente parada há vários anos(6)</b> .
(1) Diversificação	Fator	07/10/2005	A Souza Cruz convocou seus acionistas para uma AGE no dia 25/10 para discutir e aprovar: 1) <b>ampliação do objeto social para possibilitar a comercialização de produtos em geral, relacionados ou não às suas atividades, bem como a prestação de serviços, inclusive técnicos, relacionados ou não às suas atividades(1)</b> ; 2) exclusão da

			exigência dos conselheiros residirem no Brasil; 3) correção pela Selic dos dividendos e juros sobre capital <b>Opinião:</b> O cerco do governo ao fumo tende a se agravar, com a iminente assinatura do Brasil na Convenção Anti-fumo, que irá aumentar significativamente as já altas taxas de tributos no setor. Assim, a possibilidade de ingressar em outros nichos pode ser interessante para a empresa.
(1) Não sorte (2) Adaptação (3) Concentração	Coin valores	31/03/2006	A Souza Cruz divulgou resultado referente ao 1º trimestre de 2006, apresentando faturamento bruto 9,2%, superior ao alcançado pelo mesmo período do ano anterior, influenciado principalmente pelo incremento de 6,4% no volume de vendas de cigarros no mercado doméstico. No tocante as exportações de fumo, estas mantiveram-se no mesmo patamar do 1º trimestre de 2005. As vendas para o mercado doméstico foi beneficiado principalmente pelo crescimento de volume nos segmentos estratégicos de marcas com maior valor agregado. <b>O volume de exportação de fumo permaneceu igual ao mesmo período do ano anterior, no entanto, o faturamento veio inferior em 13%, decorrente da valorização do real (1). A companhia apresentou um aumento nas despesas operacionais, afetada principalmente pelo crescimento das vendas, juntamente com a tentativa de conter a queda do market-share, que se situa em 71,4%, comparativamente a 72,4% no 4º trim05 e 72,3% no 1º trim05 (2,3).</b> Reflexo deste desempenho, a companhia apresentou uma redução de 0,5% no EBITDA. Desta forma, o lucro líquido registrou R\$ 159,2 milhões, inferior em 23,2% aos R\$ 207,4 milhões registrados no primeiro trimestre de 2005. Acreditamos que a companhia continuará sendo prejudicada principalmente pelos seguintes fatores: (1) valorização do real frente ao dólar, afetando fortemente as receitas de exportação; (2) crise do setor agrícola, devido a grande necessidade de financiamento aos produtores; (3) aumento na carga de impostos sobre cigarros; e (4) forte participação do mercado informal, além das campanhas de leis anti-tabagistas.
(1) Recursos (2) Tamanho (3) Adaptação (4) Concentração (5) Diversificação	Coin valores	31/03/2007	A Souza Cruz reportou bons resultados operacionais neste 1º trim/07, com destaque para o aumento nos volumes e preços médios de cigarros vendidos no mercado interno. <b>A melhor eficiência operacional (1) e reversão de resultado financeiro negativo contribuíram para o forte crescimento do lucro líquido no trimestre. O volume de vendas de cigarros apresentou crescimento de 1,2%, passando de 19,6 bilhões de cigarros no 1º trim/06 para 19,9 bilhões de cigarros neste trimestre (2). O preço médio apresentou crescimento de 17,7% (4), favorecido também pelo melhor mix de vendas(3). O desempenho das vendas permitiu crescimento de 1,2 p.p.no mercado de cigarros, contribuindo para que a companhia atingisse 61,2% de market share (4). Outro destaque deste trimestre foi o expressivo crescimento das vendas de cartões telefônicos, da ordem de 105,1%, favorecido pela expansão da área de comercialização (5).</b> Por outro lado, as exportações de fumo apresentaram recuo de 8,7% quando comparado ao mesmo trimestre de 2006, somando 14,9 mil toneladas. Segundo relatório da companhia, o menor volume decorre das diferenças entre os cronogramas de embarques, não sendo indicativo para os próximos trimestres. Os preços em dólar ficaram 15,5% maiores. A companhia apresentou melhoria de 1,6 p.p. na margem bruta, fruto do aumento das receitas e menor crescimento dos custos de produção. As despesas operacionais também apresentaram bom comportamento, gerando forte melhoria na margem EBITDA. O forte crescimento do lucro líquido foi resultado da melhoria operacional associado ao resultado financeiro positivo de R\$ 16,3 milhões (R\$ 3,4 milhões negativos em 2006). <b>Perspectivas</b> Inicialmente, a companhia alerta em seu relatório trimestral, que o expressivo crescimento do lucro líquido obtido neste trimestre não deve ser considerado como indicativo para os próximos trimestres. O aumento do IPI sobre cigarros, a vigorar a partir de julho de 2007, implicará em aumento dos preços dos cigarros, trazendo novos desafios à companhia, tendo em vista a forte presença do mercado ilegal deste produto. Por outro lado, a melhoria do mix de vendas, com destaque para as marcas do segmento <i>Premium</i> e as perspectivas macroeconômicas positivas para os negócios da companhia, deverão conter parcialmente este processo de substituição ou procura pelo mercado informal. Ficamos satisfeitos com os resultados da Souza Cruz neste trimestre, tendo em vista o crescimento das vendas nos principais segmentos da companhia e também em outros negócios (cartões telefônicos). <b>Destacamos também o bom controle dos custos e redução das despesas operacionais, resultando em contínua melhoria das margens de contribuição (1).</b>
(1) Adaptação (2) Tamanho (3) Diversificação (4) Concentração	Fator	30/04/2007	O resultado operacional da Souza Cruz no 1T07 foi bom e veio acima de nossas estimativas. O lucro líquido de R\$ 275 milhões veio 15% e 75%, respectivamente, acima do projetado e do 1T06. O volume de vendas no 1T07 foi de 19,9 bilhões de cigarros no mercado interno, 1% acima do 1T06. Entretanto, a receita líquida subiu 26% para R\$ 1.093 milhões, comparativamente a nossa projeção de R\$ 951 milhões. O melhor resultado ocorreu devido aos seguintes fatores: <b>1. melhora do mix de vendas (1); 2. aumento do preço dos cigarros no 4T06 (2) e; 3. crescimento da receita de vendas de cartões telefônicos (3), em função da ampliação das áreas de comercialização. No</b>

			mercado externo foram vendidos 16 mil toneladas de fumo, em linha com o mesmo período de 2006. O ponto positivo do trimestre foi o <b>ganho de market-share de 1 p.p. entre o 1T06 e o 1T07, para 61,2%(4)</b> . É o sexto trimestre consecutivo de crescimento. A marca Derby, líder no País, foi a que mais subiu, de 26,6% para 29,0% de participação de mercado. Essa é a marca que mais sente a influência da concorrência desleal. Os resultados do trimestre foram bons, acima de nossas expectativas. <b>A maior efetividade no combate aos ilegais tem dado resultado, com o aumento de participação de mercado dos líderes (1)</b> . Essa tendência deve continuar nos próximos trimestres. Entretanto, as perspectivas para o setor no longo prazo continuam negativas, com o maior cerco do governo ao setor, que deve culminar na elevação dos tributos, após a ratificação do Acordo Anti-Tabaco pelo Senado no final de 2005. A Receita Federal elevará em 30%, em média, o IPI que incide sobre os cigarros a partir de 01/07/07. A alíquota era a mesma desde janeiro de 2004 e o aumento será repassado aos consumidores finais. No 4T06 a indústria já havia elevado os preços, o que não ocorria há vários anos. Será a segunda elevação de preços em pouco mais de seis meses. O impacto deve ser queda de consumo e aumento das vendas no segmento ilegal.
(1) Adaptação (2) Tamanho (3) Diversificação (4) Concentração (5) Localidade (6) Recursos	Coin valor es	30/06 /2007	A Souza Cruz reportou bons resultados operacionais na comparação semestral, com <b>melhor desempenho das marcas “premium”, melhor mix de vendas e preços praticados (1,2) e expansão das vendas fora do core business (3)</b> . O volume de vendas de cigarros foi de 38,8 bilhões de unidades no 1º semestre, ficando praticamente estável em relação ao mesmo período do ano anterior. A partir de abril a companhia passou a adotar reajustes nos preços, procurando compensar o aumento de impostos, contudo, o efeito foi de leve retração no crescimento das vendas neste trimestre. <b>A Souza Cruz manteve a expressiva participação de mercado em 60,6% (4)</b> com crescimento de 0,5 p.p. no semestre, com bom desempenho das marcas “premium”. <b>As exportações de fumo totalizaram 38,6 mil toneladas neste 2º semestre, com aumento de 3,9% sobre o mesmo período de 2006 (5)</b> . A forte variação na comparação trimestral pode ser explicada pelo cronograma de embarque estabelecido pelos clientes, e conforme <i>release</i> da companhia, não deve ser analisado como indicador de volume a ser exportado em 2007. <b>O mercado de cartões telefônicos tem trazido bons indicadores de faturamento (3)</b> , como pudemos acompanhar o crescimento de 37,4% ante o trimestre anterior. Na comparação trimestral, <b>a companhia reportou redução dos custos em aproximadamente 2,9% e crescimento das despesas operacionais em 4,7%, abaixo da evolução de receita (6)</b> . O lucro líquido semestral apresentou forte variação, com aumento de 67,9%, acompanhando o crescimento operacional e a melhora do resultado financeiro. <b>Perspectivas:</b> Segundo da companhia, os resultados obtidos não devem ser considerados com indicativo para o resultado do exercício de 2007, tanto para as exportações de fumo, mas principalmente, para as vendas de cigarros no mercado interno. Para este último, as novas alíquotas de IPI sobre a venda de cigarros que passou a vigorar em julho implicaram em reajustes nos preços dos cigarros, podendo estimular o comércio ilegal e dificultar a manutenção da expressiva participação de mercado da companhia. Por outro lado, o crescimento de <i>market-share</i> apresentado neste trimestre, o bom desempenho das marcas “premium” e a manutenção do cenário macroeconômico favorável à suas atividades, nos confortam em relação aos potenciais riscos de crescimento do mercado ilegal.
(1) Não sorte /Governo (2) Competição Ilegal*	Coin valor es	30/09 /2007	A Souza Cruz reportou modestos resultados operacionais neste 3º trim/07, em linha com nossas expectativas. <b>O volume de cigarros vendido ficou praticamente estável em relação ao mesmo período de 2006, contudo, o resultado foi impactado negativamente pelas novas alíquotas de IPI (1)</b> . A Souza Cruz comercializou 57,8 bilhões de <b>cigarros</b> em 2007, ficando levemente abaixo do volume apresentado em 2006. <b>A companhia declarou que os novos preços praticados a partir de abril de 2007, para compensar o aumento de impostos, levaram à retração do volume de vendas da companhia, cuja parte da demanda migrou para o “mercado informal”(2)</b> . A participação da companhia no mercado nacional apresentou crescimento de 0,3 p.p., ficando em 60,5%. As principais marcas que contribuíram para este crescimento foram Carlton e Free, fruto das ações de marketing da companhia. As exportações de fumo apresentaram crescimento de 8,3% ante o mesmo período de 2006 e totalizaram 85,0 mil toneladas. Conforme relatórios anteriores da companhia, as diferenças são decorrentes dos cronogramas de embarques pelos clientes e não pode ser considerado como indicativo de volume a ser exportado no ano. A manutenção dos preços foi o principal determinante da queda da margem/EBITDA neste trimestre. <b>A maior participação da exportação de fumo na receita consolidada, com margens menores, também contribuiu para a redução da lucratividade neste trimestre(1)</b> . Considerando os juros sobre o capital próprio e os dividendos, a remuneração total por conta dos lucros obtidos no período de nove meses soma R\$ 500,4 milhões, ou R\$ 1,6371 por ação. <b>Perspectivas</b> Acreditamos que a estratégia da companhia em manter a política de preços praticamente inalterada foi implementada com sucesso, tendo em vista a manutenção dos elevados índices de

			participação no mercado, podendo resultar em incremento das margens operacionais com a possibilidade de elevação gradual dos preços nos próximos períodos. Contudo, alertamos que o atual patamar de preços ao consumidor pode reduzir a flexibilidade da companhia em alterá-los, podendo estimular a migração do consumo para o mercado informal. Lembrando que a companhia encontra-se em fase de maturidade industrial, a perspectiva de distribuição de dividendos futuro torna-se definitiva para a avaliação da tese de investimento. Com isso, a diversificação das atividades e a busca pela redução dos custos e despesas operacionais serão determinantes para a construção das perspectivas para os acionistas nos próximos períodos.
(1) Tamanho (2) Localidade (3) Produto Hedônico (4) <i>Competição Illegal</i> <sup>7</sup> (5) Recursos Adaptação	Lafis	19/12/2007	. A exportação brasileira de fumo cresceu 3% em faturamento no ano de 2006. O país arrecadou quase US\$ 1,7 bilhão, frente ao US\$ 1,6 bilhão do ano anterior. O fumo foi um dos produtos básicos que contribuíram para o recorde das exportações brasileiras em 2006. <b>A Souza Cruz, responsável pelo processamento de 3,6% da produção mundial de fumo, posiciona-se entre os três maiores exportadores do Brasil, com cerca de 5,6% do comércio mundial, vendendo para aproximadamente 50 países, em 5 continentes(1,2).</b> <u>Produtos, Patentes, Marcas Comerciais e Franquias</u> <i>Cigarros Charm, Capri, Carlton, Columbia, Minister, Free, Hollywood, Continental, Plaza, Ritz, Arizona, Belmont, Derby, Hilton</i> - as marcas são de propriedade da empresa com prazo de utilização indefinido; A Souza Cruz ainda leva aos consumidores importantes marcas internacionais do grupo BAT, como <i>Lucky Strike, Kent</i> . Além destas, comercializa a marca <i>Viceroy</i> . Essas marcas são de propriedade do acionista controlador com renovação a cada dez anos. Vale lembrar que a Souza Cruz comercializava ainda a marca internacional <i>Pall Mall</i> . Entretanto, no final de 2006 a Souza Cruz deixou de comercializar a marca. <i>Camel</i> : a marca é de propriedade da Japan Tobacco International e licenciada para ser produzida e comercializada pela Souza Cruz sob contrato de <i>joint-venture</i> , com duração de 25 anos (podendo ser renovado). <u>Marcas Líderes no mercado Derby</u> - lançada em 1993, a marca Derby em três meses se tornou líder de mercado, com o slogan <b>“O sabor que conquistou o Brasil” que atualmente evoluiu para “Sabor 100% Brasil (3)”</b> . Mantendo a posição de primeira colocada absoluta em vendas no Brasil desde seu lançamento, Derby atinge cerca de 38% de participação no mercado formal. <i>No entanto, por ser líder no segmento de consumidores de renda mais baixa é a marca mais visada e mais atingida pelos diversos aspectos da concorrência desleal(4)</i> . <u>Hollywood</u> - é a mais antiga das marcas comercializadas pela Souza Cruz. Lançada em 1931, logo conquistou seu público e chegou aos anos 80 como a marca mais vendida do Brasil e a sexta do mundo. <b>Atualmente, o objetivo de Hollywood é posicionar-se como referência de sabor, com apresentações de misturas de fumo típicas das mais consumidas no mundo. Apresentada inicialmente nas versões Turkish Blend, Australian Blend, American Blend e Caribbean Blend e Original Blend, a linha evoluiu para o conceito Sabor sem Fronteiras, incorporando a recente novidade Hollywood Alps Ice Blend. Free - lançada em 1984 (3), Free é líder no segmento de teores abaixo de 7 mg de alcatrão. No segundo semestre de 2003, Free deu início a uma nova plataforma de comunicação com a campanha “Fume com moderação”. Como parte dela, Free passou a fornecer ainda mais informações para os consumidores divulgando a lista completa de ingredientes adicionados aos cigarros e também os constituintes da fumaça, iniciativa adotada em seguida por todas as marcas da companhia. Como símbolo deste conceito, foi lançado o Free Flex, uma versão de tamanho reduzido. Carlton - quarta marca mais vendida no país, <b>Carlton é uma marca Premium que oferece a consumidores das classes A e B um alto padrão de qualidade e um blend (mistura de fumos) perfeitamente equilibrado. A mais recente inovação da marca foi o lançamento de Carlton Flavours (com as versões Carlton Mint, Carlton Crema e Carlton Capuccino), uma nova plataforma que, com aromas e sabores delicadamente associados (3), Cigarrilhas P Bacarrat</b> As marcas de</b>

<sup>7</sup> Os fatores que levaram ao desempenho inferior ao esperado mostram que há assimetria causal, não se caracterizando como falta de características necessárias ao desempenho superior.

		<p><i>Cigarrilhas Vedette, St James e Moreninha</i>, da Souza Cruz, são licenciadas pela Souza Cruz para serem comercializadas por uma empresa terceira. <u>Fumos desfiados</u> P <i>Trevo, Coral e Arizona</i>: todos de propriedade da empresa com prazo de utilização indefinido. <u>Papel para cigarros</u> P <i>Colomy e Trevo</i>: todos de propriedade da empresa com prazo de utilização indefinido. <u>Processo de comercialização</u> As vendas da Souza Cruz são, de forma geral, efetuadas antecipadamente através de equipes de vendas que encaminham as encomendas, eletronicamente, para centrais de distribuição posicionadas estrategicamente pelo país, onde são processadas com respectiva emissão da Nota Fiscal. Por meio de uma conexão permanente dos grandes clientes varejistas com os computadores da Souza Cruz, estes passam a gerenciar seus estoques em sistema on-line, estabelecendo previamente a quantidade necessária dos produtos, gerando reposição planejada nos prazos de entrega acordados com os clientes (5). Principais Mercados: mercearias, bares, padarias, lanchonetes, supermercados, restaurantes, bancas de jornais e postos de gasolina, além de atacadistas e revendedores. Desafios que influenciam nas vendas do setor <b>CONTRABANDO O contrabando é um problema comum a muitas indústrias e que ocorre atualmente em escala apreciável em praticamente todo o mundo. Entre suas causas estão: diferenças muito altas nos impostos entre áreas vizinhas, deficiências no controle fiscal e alfandegário e proibições ou restrições nas importações de bens com alta demanda</b>(4) Em abril de 2003, a Souza Cruz passou a fazer parte do Instituto ETCO (Instituto Brasileiro de Ética Concorrencial), cuja missão é mobilizar a sociedade brasileira para a eliminação das práticas de concorrência desleal, estimulando e disseminando ações eficazes contra evasão fiscal, falsificação e contrabando. <b>O mercado ilegal representou, em 2005, cerca de um terço dos cigarros consumidos no país, o equivalente a aproximadamente 39 bilhões de unidades, movimentando cerca de 2 bilhões de reais</b> (4). <b>PROPAGANDA</b> A lei que proíbe a propaganda de cigarros nos meios de comunicação, uma das mais restritivas do mundo, foi sancionada em dezembro de 2000 e lamentavelmente favorecerá o crescimento do mercado ilegal de cigarros, já que impedirá que a Souza Cruz utilize seus principais instrumentos contra este mercado: o reconhecimento de suas marcas e a informação ao consumidor. Os canais de venda vêm se tornando cada vez mais importantes no processo de comunicação junto aos consumidores. Nesse sentido, na área de Vendas &amp; Distribuição, a <b>Souza Cruz implementou a partir de 2000 uma série de iniciativas focadas por segmentos de varejos que inclui, entre outros serviços, a automação do processo de venda, garantindo a otimização dos níveis de estoque; a disponibilidade para seus clientes de melhores técnicas de gestão do negócio e, ainda, a modernização e a evolução das atividades promocionais e de comunicação junto aos consumidores nos pontos-de-venda</b> (5). <u>Mercado de Cigarros</u> A produção mundial de cigarros é de aproximadamente 5 trilhões de unidades por ano, sendo a China responsável por cerca de um terço do volume vendido. O Brasil fica em sexto lugar e é o líder na América Latina, com aproximadamente 43% do comércio, ou seja, 130 bilhões de cigarros por ano, incluindo o mercado ilegal. (Fonte: Anuário Brasileiro do Fumo 2006). No Brasil, a concorrência ilícita no mercado de cigarros é composta pelo contrabando, pela falsificação e pela comercialização do produto sem o pagamento de tributos. Em 2006 essa concorrência desleal representou cerca de 29% do mercado, correspondente a 38 bilhões de cigarros e apresentou uma redução de cerca de 3% em relação a 2005. A maior efetividade das ações de repressão a este mercado pelas autoridades competentes, como a Polícia Federal, a Polícia Rodoviária Federal e a Receita Federal, durante o ano 2006, resultaram na redução do contrabando e da falsificação no mercado de cigarros. Na comparação com 2005, o volume de cigarros contrabandeados e falsificados no mercado brasileiro diminuiu cerca de 11%. Percebeu-se, entretanto, um crescimento do volume de cigarros comercializados sem o pagamento de tributos. <u>Mercado de Fumo</u> A safra de fumo 2005/06 nos três estados do Sul voltou a sofrer as conseqüências da falta de chuvas que atingiu a região, não alcançando a projeção inicial de 840 mil toneladas. De acordo com dados do Sindicato da Indústria do Fumo (Sindifumo/RS), a colheita ficou em cerca de 775 mil toneladas, representando uma redução de 9,2% em relação à safra anterior. Além dos tratamentos climáticos, a área plantada na última safra foi 9,6% menor do que a da temporada 2004/05. A exportação brasileira de fumo cresceu 3% em faturamento no ano de 2006. O país arrecadou quase US\$ 1,7 bilhão, frente ao US\$ 1,6 bilhão do ano anterior. O fumo foi um dos produtos básicos que contribuíram para o recorde das exportações brasileiras em 2006. A Souza Cruz, responsável pelo processamento de 3,6% da produção mundial de fumo, posiciona-se entre os três maiores exportadores do Brasil, com cerca de 5,6% do comércio mundial, vendendo para aproximadamente 50 países, em 5 continentes. <b>2.7 - Desempenho Financeiro</b> O ano de 2006 será lembrado pela Souza Cruz como um período em que a Empresa conseguiu incrementar seus resultados. Os dados financeiros revelam que, com estratégias acertadas, a Companhia manteve a rentabilidade e provou estar cada vez mais sólida. Entre essas estratégias de</p>
--	--	--

			<p>sucesso, destaque-se a manutenção do foco da Empresa sobre marcas específicas. Com o mix de produtos certo, foi possível aumentar a participação no mercado doméstico de 59,2%, em 2005, para 60,4% em 2006. A receita bruta de vendas no exercício de 2006 foi 9,2% superior em relação ao ano anterior e chegou a R\$ 8.699,5 milhões. Este crescimento deve-se ao aumento do volume de vendas e à melhora no mix de cigarros no mercado doméstico, além do impacto relativo à mudança no modelo da operação com cartões telefônicos, que passou de prestação de serviços para compra e venda. Completamente alinhado ao mercado, o Departamento de Fumo monitorou suas demandas, adequando a elas sua necessidade de produção. O fumo Burley, que enfrentava inclusive problemas climáticos, teve sua produção reduzida em até 30% para evitar o armazenamento em estoques. O lucro operacional consolidado em 2006 antes do resultado financeiro foi de R\$ 1.101,98 milhões, 14% a mais do que o registrado em 2005 (R\$ 965,9 milhões). Em relação ao lucro líquido consolidado da Companhia em 2006, este chegou a R\$ 824,1 milhões, o equivalente a um crescimento de 19% em relação a 2005. O número deve-se principalmente ao resultado operacional e ao resultado financeiro positivo de R\$ 23,9 milhões, decorrente principalmente das receitas com aplicações financeiras e à redução dos impactos negativos provocados pela desvalorização dos ativos indexados ao dólar. Os investimentos da Souza Cruz em 2006 totalizaram R\$ 165,6 milhões, ante os R\$ 148,1 milhões de 2005. Esses recursos foram aplicados, principalmente, no novo Centro de Pesquisas e Desenvolvimento (CPD) e no novo DataCenter. Também foram feitos investimentos para modernização das máquinas de produção de cigarros, de equipamentos de informática, de programas de processamento de dados e de atualização da frota de veículos para distribuição de cigarros.</p>
<p>(1) Não Crescimento (2) Adaptação (3) Diversificação (4) Governo (5) Reputação (6) não inovação/mercado do maduro</p>	<p>Coin valores</p>	<p>31/12/2007</p>	<p><b>Por mais um ano consecutivo, a indústria de fumo no Brasil, por meio dos resultados e da expressiva participação de mercado da Souza Cruz, ratificaram a visão de maturidade da indústria e relativa estabilidade da produção, podendo também ser lido pela ótica da companhia, como reduzidas oportunidades de crescimento e manutenção do perfil de elevada distribuição de dividendos aos acionistas (1).</b> A Souza Cruz apresentou crescimento de 0,8% no volume de cigarros vendidos no Brasil em 2007, somando 78,8 bilhões de unidades. A participação de mercado passou de 60,4% em 2006 para 60,9 % em 2007. <b>O desempenho positivo da companhia ao longo do ano deveu-se destacadamente ao crescimento do volume das marcas do segmento “Premium”, com maior valor agregado aos produtos vendidos (2).</b> Em relação às exportações de fumo a companhia somou 121,0 mil toneladas em 2007 ante 115,0 mil toneladas em 2006, favorecido pelo aumento da demanda internacional e melhor qualidade obtida na safra 2006/2007. <b>Outro destaque positivo no faturamento foram as operações de distribuição de cartões telefônicos que apresentou crescimento de 59,8% (3).</b> O lucro operacional apresentou crescimento de 14%, favorecido pelo aumento das vendas, otimização e contenção dos custos e expansão da distribuição de cartões telefônicos. <b>Perspectivas</b> O mercado brasileiro de cigarros ficou praticamente estável, totalizando 130,0 bilhões de unidades comercializadas. <b>Vale destacar que a atividade promovida pelo Governo Federal ao longo dos últimos anos para o combate ao mercado ilegal tem trazido bons resultados para o setor, fazendo com que esse mercado passasse de 34% de participação no início dos anos 90 para 28,6% em 2007, entretanto, por outro lado, a elevada carga tributária penaliza a companhia (somente em 2007 acompanhamos aumento da ordem de 30% do IPI) e as diversas campanhas no sentido de reduzir o consumo do produto no país freiam prognósticos mais otimistas para o setor(4, 5).</b> Lembramos que os resultados da companhia no 4º trim./07 vieram impactados negativamente em decorrência de aumento nas despesas gerais e administrativas, entretanto, acreditamos que não refletem o bom desempenho no ano, e não devem ser utilizados como premissa para construção de perspectivas. A companhia realizou investimentos da ordem de R\$ 195,0 milhões aplicados principalmente na modernização do parque industrial e atualização da plataforma tecnológica. <b>A companhia trabalha com aproximadamente 70% da capacidade instalada e não necessita de elevados investimentos em ativos fixos para aumento da produção, sendo mais um fator que corrobora para a manutenção da elevada distribuição de dividendos nos próximos anos (6).</b></p>
<p>(1) Não Crescimento (2) Localidade</p>	<p>Lafis</p>	<p>16/06/2008</p>	<p><b>Mercado de Fumo de Cigarro Mercado de Cigarros</b> <b>O mercado brasileiro de cigarros permanece estável e, no ano de 2007, comercializou cerca de 130 bilhões de unidades. Este desempenho foi influenciado pelo crescimento econômico e aumento da disponibilidade de renda dos consumidores, apesar do aumento do IPI na ordem de 30%, que impactou mais fortemente o segundo semestre de 2007. O volume de cigarros comercializados pela Souza Cruz em 2007 foi de 78,8 bilhões de unidades, representando um crescimento de 0,8% em relação a 2006 (1).</b> A participação de mercado apresentou um crescimento de 0,5 p.p. em relação ao ano de 2006, alcançando 60,9% do mercado brasileiro. <b>Mercado de Fumo</b> A produção de fumo continua sendo</p>

			<p>uma atividade agrícola relevante no Brasil que é o segundo maior país produtor e o maior exportador deste produto do mundo (Fonte: Sindicato da Indústria do Fumo - Sindifumo/RS). A maior parte da produção de fumo se dá nos estados do Sul - Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Paraná - cerca de 96%. Os 4% restantes são produzidos principalmente nos estados da Bahia, Pernambuco, Paraíba e Alagoas. A produção brasileira de todos os tipos de folhas de fumo na safra 2006/2007 foi de aproximadamente 792 mil toneladas. O clima favoreceu não só a produtividade, como também acrescentou qualidade ao fumo (Fonte: Sindifumo). Nesta safra, com a venda para o exterior de praticamente 85% do fumo colhido no Sul do País, gerou-se faturamento de aproximadamente US\$ 2 bilhões frente a US\$ 1,7 bilhão do ano anterior (Fonte: Associação dos Fumicultores do Brasil - Afubra). O volume de exportação de fumo da Souza Cruz cresceu 5,2% no mesmo período, totalizando 121,0 mil toneladas, substancialmente superior às 115,0 mil toneladas de 2006, e o maior volume embarcado em um ano desde o início das exportações na década de 70. <b>Contribuíram para este crescimento a maior demanda do mercado internacional e a melhor qualidade obtida na safra 2006/2007 (2).</b></p>
<p>(1) Tamanho/localidade (2) Concentração (3) Adaptação</p>	Fator	22/08/2008	<p>Souza Cruz realizou em 21/8 evento na cidade do Rio de Janeiro para discutir seus resultados trimestrais e perspectivas para o setor. No evento, que contou com a presença dos principais executivos da companhia, os principais tópicos que discutidos foram os seguintes: <b>a) A empresa destacou a Concentração do Brasil na exportação de fumo, com 690 mil t em 2007. A União Européia respondeu por 45%, enquanto a Ásia por 16%, Leste Europeu por 14%, América do Norte por 13%, África e Oriente Médio por 7% e América Latina por 5%. A Souza Cruz exportou 20,5% desse volume em 2007 (1).</b> b) A produção de fumo está pulverizada através de 183 mil produtores integrados (76% da produção no RS), e quase 1 milhão de pessoas envolvidas no processo total da safra. c) O País é o 7º maior mercado mundial em consumo de cigarros, atrás da China, EUA, Rússia, Japão, Indonésia e Alemanha, com vendas de 129 bilhões de unidades em 2007, o que equivaleu a aproximadamente 0,7 maço de cigarro por semana/habitante. d) <b>A Souza Cruz aumentou em 1,2p.p. sua participação de mercado no Brasil para 61,8% no período 1S08/1S07(2).</b> O mercado total de cigarros diminuiu 3,5% no período em função dos efeitos do aumento do IPI ocorrido em jul/07. A Souza Cruz reajustou seus preços de abril a novembro de 2007, o que resultou em forte ganho de margem lajida nos últimos trimestres. e) As vendas de cigarros Carlton representou 11,3% do volume total de cigarros da empresa no 1S08 (11,3% também no 1S07), enquanto Free representou 15,2% (14,7% no 1S07), Hollywood 17,3% (16,2% no 1S07), Derby 45,5% (47,2% no 1S07) e Lucky Strike 0,6% (0,5% no 1S07). <b>Conforme esperado, as marcas de maior valor agregado aumentaram sua participação após o aumento das alíquotas de IPI para os diversos tipos de cigarros, pois são produtos menos sensíveis ao aumento de preço final ao consumidor (3).</b> f) A empresa destacou que pretende aumentar ainda mais a participação de exportações de fumo na composição do faturamento consolidado. O mercado chinês é o maior do planeta e deverá puxar as cotações do produto nos próximos anos. Destaca-se a importância positiva do câmbio desvalorizado nas receitas de exportação, e também os preços de defensivos e fertilizantes que impactam diretamente o custo de produção dos agricultores. O nível de despesas com vendas deverá ser monitorado ao longo dos próximos resultados, pois a empresa não direcionou os impactos diretos em tal linha na medida em que a participação das exportações de fumo crescer no faturamento consolidado.</p>
<p>(1) Localidade (2) Não crescimento (3) Integração Vertical</p>	All Consulting	31/12/2008	<p>Análise Setorial - Fumo O incremento no faturamento do setor deve-se principalmente às constantes altas apuradas nos preços dos cigarros, assim como, pela maior participação dos produtos do País no mercado externo, gerando uma maior receita com exportações. <b>Das receitas totais registradas no ano, a maior parte foi proveniente do consumo doméstico, que foi responsável por cerca de 71,8% do faturamento no período e que representou R\$ 10,98 bilhões. As exportações somaram o montante de R\$ 4,30 bilhões, o que significou 28,1% do total faturado em 2007(1).</b> No tocante à distribuição da renda bruta do setor, o montante mais expressivo foi destinado ao governo e tributos, que somaram mais de R\$ 7,74 bilhões, ou seja, 51% do valor total. A segunda maior participação é do produtor, que ficou com R\$ 3,23 bilhões, denotando uma participação de 22% sobre o valor total. <b>O consumo interno de cigarros vem mantendo uma trajetória de estabilidade nos últimos anos, com a demanda praticamente sem oscilações relevantes (2).</b> Em 2007, de acordo com dados da Afubra, o País registrou um consumo de cerca de 5,53 bilhões de maços de cigarros, o que representou uma alta de 1,47% sobre o resultado do ano anterior. Apesar do consumo de cigarros ter mantido um crescimento pouco expressivo, pode-se atribuir essa alta à conjuntura econômica mais favorável da economia nacional, que tem refletido em níveis melhores de renda e emprego da população As fortes campanhas anti-tabagistas do governo federal, assim como a maior conscientização da população, são fatores que estão contribuindo para conter o avanço do consumo dos produtos do setor. Como resultado, a</p>

			<p>tendência é de que não ocorram alterações significativas no consumo interno de cigarros nos próximos anos. O setor fumageiro nacional tem como principal característica o fato de ter a maior parte de sua produção destinada ao mercado externo e não depender de importações para suprir sua demanda interna. Desta forma, as importações do setor são praticamente escassas, não alcançando volumes expressivos e sem provocar alterações no saldo da balança comercial do setor. No tocante às exportações, estas são de extrema importância para os resultados do setor, visto que o País é atualmente o maior exportador mundial de fumo. Em 2007, o setor exportou um volume de 694,32 mil toneladas de fumo, o que representou um incremento de 22,67%, quando comparado ao resultado da safra anterior. No período entre janeiro e outubro de 2008, as exportações do setor somaram 593,65 mil toneladas. <b>A Souza Cruz é fabricante de fumo e cigarros e atua no Brasil como empresa subsidiária da British American Tobacco (BAT) que é dona das marcas: Hollywood, Free, Carlton, Derby, Plaza e Hilton.</b> A aposta da empresa para ampliar sua participação no mercado de cigarros brasileiro - que é de cerca de 60% - será em aumentar sua atuação no mercado de cigarros premium, segmento este no qual está instalada a sua principal concorrente, Philip Morris, empresa esta que possui forte atuação com a marca Marlboro. Em maio deste ano, a Souza Cruz iniciou a construção de um complexo gráfico, cujo investimento total deverá girar em torno de R\$ 130 milhões, sendo a previsão de finalização em abril de 2009. O parque, localizado em sua unidade de Cachoeirinha (RS), terá capacidade para imprimir cerca de 18 mil toneladas por ano e trabalhará no limite da capacidade instalada, mas a planta terá espaço para receber novas máquinas, caso a produção necessite ser ampliada. A planta de Cachoeirinha é responsável pela distribuição dos produtos da empresa para as regiões Sul e Sudeste, além dos países do Mercosul. <b>No primeiro semestre de 2008, as exportações de fumo da Souza Cruz totalizaram 25,3 mil toneladas, montante quase 70% maior que o comercializado no mesmo período de 2006 (14,9 mil toneladas). Atualmente, a Souza Cruz exporta fumo para cerca de 50 países (1).</b> Além disso, a fabricante pretende ampliar suas exportações para outros segmentos, como serviços de análises laboratoriais e desenvolvimento de blends de cigarros para companhias estrangeiras.</p>
<p>(1) Adaptação (2) Concentração (3) Localidade (4) Adaptação (5) Concorrência ilegal</p>	<p>Coin valores</p>	<p>11/02/2009</p>	<p>Na contramão da crise. A Souza Cruz reportou bom desempenho ao demonstrar lucro líquido 20,9% acima do registrado no ano de 2007, conforme <i>release</i>. Para esse resultado a empresa resalta alguns pontos essenciais, tais como: <b>i) melhor desempenho das marcas de cigarros do segmento “Premium”(1); ii) melhores preços praticados em 2008, parcialmente compensados pelo aumento do IPI sobre cigarros em cerca de 30% a partir de julho de 2007 (2); iii) maior volume de fumo exportado, combinado com melhor mix de produtos e com preço médio em dólar superior em 33,2% ao praticado em 2007 (3) e iv) aumento do custo das exportações de fumo, em função de melhores preços pagos aos produtores.</b> No contexto do negócio cigarros, a companhia atingiu o volume de 78,6 bilhões de cigarros comercializados, praticamente em linha com os 78,8 bilhões vendidos em 2007. No entanto o preço médio dos cigarros cresceu cerca de 11%. Destacamos que a Souza Cruz apresentou desempenho acima do mercado de cigarros, que neste ano reportou redução do volume total de 2,3% em relação a 2007, ou seja, ganho de participação de mercado (mais detalhado a frente). <b>A companhia destacou que as ações de marketing para as marcas “Premium” trouxeram bons resultados (4).</b> Já no negócio fumo, a companhia reportou aumento das exportações em 5,6% se comparadas ao ano de 2007. Contribuíram para este crescimento a demanda mundial e os maiores preços obtidos. Neste segmento, a Souza Cruz também ficou acima do mercado. As exportações totais de fumo do Brasil ficaram 2,4% inferior ao do ano de 2007. Outro destaque do período foi a alta de 1,2 p.p. de <i>market share</i> acima do auferido no ano de 2007. <b>Ressaltamos que mesmo com o aumento da fiscalização do mercado ilegal de cigarros no Brasil, o contrabando ainda representa cerca de 28% do mercado (5),</b> no entanto, a Souza Cruz continua se destacando apresentando elevação em seu <i>market share</i>.</p>
<p>(1) Governo impostos (2) Demanda inelástica!</p>	<p>Fator</p>	<p>30/03/2009</p>	<p><b>O ministro da fazenda, Guido Mantega, anunciou a elevação da alíquota de PIS/Cofins e IPI que incide sobre a venda de cigarros. A medida tem por objetivo compensar a perda de arrecadação com a desoneração do setor automotivo e de construção civil, que visam o aquecimento da economia. O aumento de impostos deve ser repassado, integralmente, ao consumidor, com um aumento de preço de 20% no caso dos cigarros mais populares e 25% para os produtos premium.</b> Acreditamos que a notícia é negativa para a Souza Cruz, pois as elevações na tributação de cigarros têm efeito direto na margem bruta da companhia. Em jul/07 o setor sofreu um aumento do imposto sobre produtos industrializados (IPI) de aproximadamente 30%, com impacto direto na margem da Souza Cruz. <b>A companhia repassou a elevação na tributação para o preço de seus produtos e rapidamente recompôs sua margem em função da característica inelástica do setor(2).</b> A facilidade na recomposição da margem com a elevação de preços dilui o efeito negativo da medida e demonstra a característica</p>

			defensiva do setor (elasticidade preço baixo).
(1) <i>Governo impostos</i> (2) Demanda inelastica!	Fator	15/04/09	De acordo com notícia divulgada pela agência de notícias Broadcast, <b>a Souza Cruz confirmou que aumentou em 23% os preços das diversas classes de cigarro (2), em contra-partida à decisão do Governo Federal de aumentar as alíquotas de IPI e PIS/Cofins em aproximadamente 20% para as classes de cigarro mais populares e 25% para as classes Premium (1).</b> Acreditamos que o aumento é mais que suficiente para recompor as margens operacionais da companhia, mesmo com uma queda significativa no volume de vendas de cigarro no mercado interno, como por exemplo, de aproximadamente 5%. Lembramos também que a representatividade das exportações de folhas de fumo é cada vez maior no resultado da companhia (24,0% da receita líquida em 2008 e 27,5% da receita líquida no 4T08) e tal atividade amortece de forma cada vez mais efetiva uma possível desaceleração no consumo de cigarro e decorrente queda de geração de caixa da Souza Cruz nessa situação.
(1) <i>Governo impostos</i> (2) Demanda inelastica!	Fator	19/05/2009	Seguem abaixo os pontos relevantes discutidos na reunião da Souza Cruz na APIMEC SP: · No 1T09 houve ganho de market share no mercado internacional de fumo devido a combinação do câmbio mais favorável e da alta qualidade do fumo na safra de 2008. No entanto, esse aumento no volume 5,1% 1T09/1T08, segundo os dirigentes da empresa, não deverá ser recorrente para os próximos trimestre de 2009 (exportação de fumo da Souza Cruz registrou crescimento de volume de 5% em 08/07 e 1% em 07//06). · <b>Os preços dos produtos da Souza Cruz sofreram aumento de 26% (2) em função do aumento do IPI de 23,5% que entrou em vigor em 1º de maio e 72,5% de aumento de PIS/COFINS a partir de 1º de junho(1).</b> Acreditamos que os papéis da Souza Cruz deverão desempenhar melhor que o índice Ibovespa devido à: (1) <b>inelasticidade da demanda pelo produto que mesmo com aumento de preço não deverá impactar no volume(2);</b> (2) câmbio favorável que impulsionam as exportações e (3) baixa dependência de crédito em suas vendas.
(1) Demanda inelastica! (2) <i>Não crescimento</i>	Coin valores	20/05/2009	Continua surpreendendo. A companhia reportou mais um trimestre de bons desempenhos. O resultado líquido apresentou crescimento de 57,0% se comparado ao 1º trim/08, conforme release. O EBITDA apresentou expressiva elevação de 45%. <b>Neste trimestre, os resultados da companhia foram influenciados por receitas maiores em relação ao aumento dos custos e despesas(1). O negócio cigarros ficou praticamente estável em relação ao mesmo período do ano anterior(2).</b> O volume de vendas foi de 19,6 bilhões de cigarros ante os 19,4 bilhões comercializados no 1º trim/08. O grande propulsor desta estabilidade foi o significativo aumento de preços efetuado em abril. No quesito participação de mercado, a companhia continua se destacando, obtendo elevação de 1 p.p. no mercado total brasileiro de cigarros, atingindo 62,7%. Este aumento é fruto das ações de marketing principalmente das marcas “Premium” e de investimentos na expansão da distribuição direta. Já o negócio fumo reportou aumento das exportações em 5% se comparadas ao mesmo período de 2008, totalizando 26,5 mil toneladas. Os preços de fumo em elevação, a depreciação do real em relação ao dólar em aproximadamente 33%, além do melhor mix de produtos afetaram positivamente as receitas de exportação de fumo da companhia neste trimestre. A companhia continua se destacando mesmo em meio a um cenário econômico adverso. <b>Destacamos que a Souza Cruz continua obtendo bons números mesmo em meio ao cenário econômico em crise e principalmente as elevadas cargas tributárias sobre a produção e venda de cigarros (1).</b> Vale ressaltar que em março o Governo Federal regulamentou aumentos do PIS/COFINS e do IPI incidentes sobre os cigarros em aproximadamente 72,5% e 23,5%, respectivamente. Esse aumento forçou a companhia a elevar seus preços em abril.
(1) <i>Governo impostos</i> (2) <i>Concorrência Ilegal</i> (3) Localidade (4) Adaptação (5) demanda inelástica	Lafis	09/06/2009	<b>Mercado de Cigarros</b> O volume total de cigarros comercializados no mercado brasileiro em 2008, estimado em cerca de 126,5 bilhões de unidades, apresentou uma redução de 2,3% em relação a 2007. <b>Essa redução decorre principalmente em função dos aumentos de preços dos cigarros promovidos pelas empresas, a fim de compensar a elevação média de 30% das alíquotas do Imposto sobre Produto Industrializado (IPI) ocorrida em julho de 2007(1). Em que pese o progresso obtido pelas autoridades brasileiras, segundo dados da Secretaria da Receita Federal do Brasil, o mercado ilegal de cigarros no Brasil, compreendido pelo contrabando e pela comercialização sem o pagamento de todos os tributos, ainda representa cerca de 28% do mercado brasileiro de cigarros. (Fonte: Anuário Brasileiro do Tabaco 2008) A forte carga tributária sobre a produção e venda de cigarros continua sendo o principal fator de incentivo à comercialização informal do produto no Brasil (2).</b> Nos últimos anos o Governo Federal vem tomando diversas medidas de combate a essas atividades ilegais, tais como maior fiscalização, a implantação da nota fiscal eletrônica e a adoção do Sistema de Controle e Rastreamento da Produção de Cigarros (Scorpios). Estimativas da Secretaria da Receita Federal do Brasil mostram que a perda de arrecadação no setor é superior a R\$ 1 bilhão por ano. (Fonte: Anuário Brasileiro do Tabaco 2008) · <b>Mercado de Fumo O Brasil, além de ser o 2º maior produtor de tabaco do mundo, é o líder</b>

			<p><b>na exportação mundial do produto há 15 anos. Cerca de 85% do fumo produzido no Brasil é destinado à exportação com cerca de 688 mil toneladas de fumo exportadas em 2008(2).</b> O volume é 2,4% inferior ao do ano anterior, quando foi verificado recorde, com os embarques chegando a 705 mil toneladas. O faturamento, no entanto, cresceu cerca de 22%, atingindo US\$ 2,7 bilhões contra US\$ 2,2 bilhões de 2007. <i>(Fonte: Ministério da Agricultura).</i> J Em conformidade com as novas leis contábeis e a necessidade de que as práticas brasileiras sejam convergentes com as práticas contábeis internacionais, a Souza Cruz anunciou seu resultado consolidado referente ao ano de 2008 adotando o padrão emitido pelo International Accounting Standards Board - IASB. Desta forma, as demonstrações financeiras de 2008 foram preparadas de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS), sendo que as demonstrações de 2007 também foram preparadas na mesma base para efeito comparativo. Durante o ano de 2008, a fabricante de cigarros Souza Cruz apresentou um crescimento em sua Receita Líquida de 9,36% em relação ao mesmo período de 2007, atingindo o montante de R\$ 5,30 bilhões. <b>O melhor desempenho das marcas do segmento “Premium” (4) e a elevação dos preços dos cigarros em 2008 foram os responsáveis para este incremento na receita líquida da companhia (5).</b> Apesar da elevação de 5,56% nos Custos dos Produtos Vendidos, a companhia alcançou um aumento de 12,44% em seu Lucro Bruto no ano de 2008, chegando ao valor de R\$ 3,01 bilhões contra R\$ 2,68 bilhões alcançados em 2007. Desta forma, em 2008, a companhia registrou uma margem bruta de 56,85% ante os 55,30% apurados no ano anterior. Apesar do crescimento da comercialização informal de cigarros, devido principalmente à forte carga tributária sobre a venda e produção do produto, a Souza Cruz manteve ao longo do ano de 2008 ações de marketing voltadas para as marcas do segmento “Premium”, fato que contribuiu para a empresa alcançar oportunidades no mercado. Essas ações garantiram a Souza Cruz um volume de 78,6 bilhões de cigarros comercializados em 2008, em linha com os 78,8 bilhões vendidos no ano anterior, resultado considerado satisfatório, levando em conta o aumento de preço de aproximadamente 11%. Em relação às exportações, a Souza Cruz exportou, no ano de 2008, 127,8 mil toneladas de fumo, alta de 5,6% em relação às realizadas em 2007. A valorização do dólar no último trimestre de 2008 reduziu em partes os efeitos negativos da valorização do Real nos nove primeiros meses do ano. Vale destacar que as Despesas relacionadas às Vendas atingiram um acréscimo de 12,62% em 2008, quando comparado ao ano anterior. Em contrapartida, as Despesas Gerais e Administrativas tiveram, em 2008, uma queda de 6,82% frente ao ano de 2007. Já o aumento de 46,29% nas Receitas Financeiras em 2008, resultou em uma queda de 32,83% no Resultado Financeiro da companhia. Diante destes resultados, o Lucro Operacional da companhia somou R\$ 1,59 bilhão em 2008, tendo uma alavancagem de 26,21% em comparação ao mesmo período de 2007, cujo montante foi de R\$ 1,26 bilhão. Já o Lucro Líquido da fabricante de cigarros foi de R\$ 1,25 bilhão no ano de 2008, valor superior em 20,90% ao apresentado no ano anterior, que foi de R\$ 1,03 bilhão. O EBITDA (lucro antes dos efeitos financeiros, impostos sobre a renda, depreciação e amortização) apresentou um crescimento de 21,6% em relação a 2007, como consequência do crescimento no lucro operacional. A geração de caixa operacional continua sendo a principal fonte de recursos da empresa, alcançando R\$ 1.62 bilhão em 2008. Isso representa um aumento de 43,2% em relação a 2007. O aumento do lucro operacional e a redução das necessidades de capital de giro foram os principais fatores para esse crescimento. <b>Investimentos</b> Não disponível para o ano de 2008</p>
(1) <i>Baixa legitimidade</i>	Fator	23/07/09	<p>De acordo com notícia veiculada no jornal Valor Econômico, a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), maior fundo de pensão do país, vai se desfazer de sua participação na Souza Cruz. A fundação detém aproximadamente 2% do capital da empresa, ou aproximadamente R\$380 milhões, considerando o preço de R\$62,00 (22/7/09) por ação, e um valor de mercado de R\$18,9 bilhões. <b><i>A decisão de vender sua participação na Souza Cruz deve-se à política sócio-ambiental de investimento da fundação, que passará a ser aplicada com maior rigor, e tem como objetivo não ter participação em companhias de armas e fumo (1).</i></b> Não há um prazo para a venda, mas a idéia é que aconteça ainda este ano. O fundo ainda possui participação no setor de bebidas, com participação de 4,9% na Ambev, setor que também gera polemica sobre seu impacto social. A maior preocupação dos investidores com a questão sócio-ambiental em relação aos investimentos pode prejudicar o desempenho das ações de bebidas e fumo no curto prazo, porém levam as empresas a considerar o impacto em suas atividades e a desenvolver ações de responsabilidade social. Não acreditamos que o desempenho das ações de Souza Cruz deva ser prejudicado pela referida notícia. Ressaltamos que rebaixamos a recomendação para as ações de Souza Cruz, de Atraente para Manutenção em 13/07/09, devido à redução no potencial de valorização das ações. Entendemos que a boa performance das ações da Souza Cruz nas últimas semanas ocorreu tanto em função do perfil defensivo dos negócios da empresa, devido à</p>

			inelasticidade da demanda pelos produtos e baixa dependência de crédito nas vendas, quanto pela expectativa de que a empresa deverá reportar forte resultado no 2T09.
(1) Concentração (2) demanda inelástica (3) sorte	Coinvalores	06/08/2009	Déjà vu. A companhia novamente reportou um trimestre de bons desempenhos. A Souza Cruz apresentou resultado expressivo tanto no trimestre quanto no semestre. O resultado líquido apresentou crescimento de 11,5% se comparado ao 2º trim./08 e 28,4% no comparativo semestral, conforme release. O EBITDA teve expressiva elevação de 62,1% e 51,0% na comparação com o 2º trimestre e o 1º semestre de 2008, respectivamente. Os resultados da companhia foram influenciados pelos seguintes fatores: <b>aumento dos preços dos cigarros praticados no segundo semestre de 2008 (1,2)</b> e em 2009; melhores preços em dólar e mix de produtos embarcados na exportação de fumo e; a <b>depreciação média do real em relação ao dólar impactando positivamente as receitas com exportações de fumo em 2009 (3)</b> . Nos negócios da companhia o volume do segmento cigarros no semestre ficou 3,6% inferior aos vendidos no mesmo período de 2008, em linha com a estimativa de redução do mercado total brasileiro, por conta da elevação dos preços. <b>Com isso, a participação da Souza Cruz no mercado total brasileiro de cigarros fechou o semestre praticamente em linha com o mesmo período do ano anterior, sendo 61,7% ante 61,8%(1)</b> . Entretanto, na comparação trimestral a companhia apresentou queda de 2,1 p.p.. Já no negócio fumo o volume das exportações foi praticamente igual ao volume embarcado em 2008. Os preços de fumo em elevação, a depreciação do real em relação ao dólar em aproximadamente 29%, além do melhor mix de produtos afetaram positivamente as receitas de exportação de fumo da companhia neste trimestre. <b>Na contramão do mercado, este primeiro semestre pode ter sido o melhor para a companhia (2)</b> , do que deverá ser o segundo, dado o impacto da elevação dos impostos. A Souza Cruz continua obtendo bons números mesmo em meio ao cenário econômico em crise, entretanto os resultados obtidos no semestre não devem ser considerados como um indicativo para o próximo semestre, pois ainda não refletem, em sua plenitude, o impacto dos aumentos do IPI (23,5%) e do PIS/COFINS (72,5%). Segundo a companhia este crescimento da carga tributária poderá elevar a atratividade do comércio ilegal no Brasil e poderá também impactar o volume de suas vendas. No conjunto dos aspectos comentados, concluímos que a Souza Cruz conseguiu com êxito repassar os custos para seu produto final, melhorando expressivamente o seu resultado, entretanto, acreditamos que para os próximos desempenhos a dificuldade em repasse de preços deve aumentar. Além disso, se realmente elevar a ilegalidade, a companhia poderá perder presença de mercado como ocorrido no 2º trimestre de 2009. Dito isso, por hora estamos recomendando a manutenção de seus papéis para investidores que vislumbram resultados via dividendos.
(1) bens de consumo hedônicos (2) Tamanho (3) localidade (4) Diversificação	Data monitor	08/12/2009	<b>COMPANY OVERVIEW Souza Cruz, a subsidiary of British American Tobacco (BAT), is engaged in manufacturing and distributing cigarettes. It also exports tobacco leaves(1).</b> The company primarily operates in Brazil, where it is headquartered in Rio de Janeiro and <b>employs 7,300 people (2)</b> . The company recorded revenues of BRL5,300.6 million (approximately \$2,953.3 million) in the fiscal year ended December 2008, an increase of 9.4% over 2007. The company's operating profit was BRL1,603.5 million (approximately \$893.4 million) in fiscal 2008, an increase of 22.5% over 2007. Its net profit was BRL1,249.6 million (approximately \$696.2 million) in fiscal 2008, an increase of 20.9% over 2007. <b>BUSINESS DESCRIPTION Souza Cruz, a subsidiary of British American Tobacco (3)</b> , produces, distributes and exports tobacco leaf and cigarettes. The company operates through two segments: manufacture and sale of cigarettes, and exportation of tobacco leaf. The manufacture and sale of cigarettes segment trade directly with approximately 246 thousand sales retail and wholesale outlets in the country. Souza Cruz markets cigarettes under the flagship of Carlton, Free, Hollywood, Derby, Lucky Strike, and Vogue. <b>The company's exportation of tobacco leaf segment is engaged in exporting the products to more than 50 countries in all continents (3).</b> Souza Cruz also operate other small businesses represented by sales of shreaded tobacco, paper for cigarettes, distribution of telephone cards and rendering or services related to research and technology information infrastructure (4). The subsidiaries of the company include: Yolanda Participacoes, Souza Cruz Trading, Yolanda Netherlands, and Souza Cruz Overseas. <b>HISTORY</b> Souza Cruz was founded by Albino Souza Cruz in 1903, to produce cigarettes. The company became public company in 1914. In the same year, the company became a part of British American Tobacco. Souza Cruz opened Cachoeirinha factory in Rio Grande do Sul State in 2003. The company inaugurated a new Research and Development Centre at the Cachoeirinha Industrial Complex in Rio Grande do Sul States in March 2007. Souza Cruz is engaged in manufacturing, distributing and exporting tobacco related products. The company's key products and services include the following: Products: Cigarettes Tobacco leaf Shreaded tobacco Paper for cigarettes Services: Distribution services Research and technology information infrastructure services Brands: Carlton Free Hollywood Derby Lucky Strike Vogue The following companies are the major

		<p>competitors of Souza Cruz SA Imperial Tobacco Group PLC JT International Bhd Philip Morris International Inc.. <b>The creation of new versions for consolidated brands, such as “Free Fresh” and “Hollywood California”, and the release of new international brands, Dunhill and Vogue, strongly contributed to reinforce the qualification and internationalization of our product portfolio (3).</b> It is also worth mentioning the initiatives adopted to tighten the relationship with the retailers, reinforcing direct contact and communication, investing in a construction of a long-term and more sustainable partnership. In 2008, Souza Cruz expanded its direct distribution to more than 25 thousand retailers reaching 246 thousand sales outlets. These actions combined with the reduction of smuggling and forgery resulting from the continuous actions of government authorities, contributed to Souza Cruz end 2008 with 62.1% of market share, with a growth of 1.2 p.p. in comparison with 2007.</p>
--	--	--

APÊNDICE D – NECESSIDADE E SUFICIÊNCIA DAS PREMISSAS DA COMPETIÇÃO PERFEITA

Premissas Agrupadas	Detalhamento das Premissas da Competição Perfeita/Mercado Perfeito	Necessária?	Quando?	Suficiente?
<b>1. Inexistência de Poder do Fornecedor.</b>				
	Fornecedores não têm capacidade de definir preços ( <i>price takers</i> ).	Sim	Sempre	Não
Grande número de fornecedores (insignificância unitária, pulverização).	Oferta de qualquer fornecedor é insignificante em relação à produção total.	Sim	Se a demanda for pouco elástica	Não
	A influência de um produtor nos preços de mercado é insignificante.	Sim	Sempre	Não
	Fornecedores não influenciam as ações dos concorrentes.	Sim	Sempre, corolário da insignificância.	Não
	Fornecedores não antecipam possíveis reações dos concorrentes.	Sim	Sempre	Não
	Curva de demanda unitária é perfeitamente elástica.	Sim	Sempre	Não
	Fornecedores são eficientes ou produtividade é idêntica.	Sim	Sempre no modelo de longo prazo, corolário racionalidade ilimitada.	Não
<b>2. Inexistência de Poder do Cliente.</b>				
	Clientes não têm capacidade de definir preços.	Sim	Sempre	Não
Grande número de clientes.	Compras dos clientes são insignificantes em relação ao mercado.	Sim	Sempre	Não
	Clientes são homogêneos	Sim	Sempre	Não
<b>3. Homogeneidade.</b>				
Homogeneidade dos produtos e fatores	Produtos são homogêneos ou commodities com mercado delimitado.	Sim	Exceto quando há substituto perfeito.	Não
	Produtos são amplamente reconhecidos.	Sim	Sempre, corolário da racionalidade ilimitada.	Não
	Produtos têm demanda generalizada, universal e liquidez no mercado.	Sim	Sempre, corolário da preferência transitiva.	Não
	Há apenas um preço para um produto, dado um mercado.	Sim	Sempre	Não
	Produtos e fatores são perfeitamente divisíveis e porções são vendidas pelo preço proporcional.	Sim	Sempre	Não
	Não há escassez no nível do produtor unitário (oferta elástica).	Sim	Sempre, corolário do equilíbrio estável e da insignificância dos atores.	Não
	Não há variação de preços nos produtos substitutos.	Sim	Sempre	Não

APÊNDICE D – NECESSIDADE E SUFICIÊNCIA DAS PREMISSAS DA COMPETIÇÃO PERFEITA (CONTINUAÇÃO)

Premissas Agrupadas	Detalhamento das Premissas da Competição perfeita/Mercado Perfeito	Necessária?	Quando?	Suficiente?
<b>3. Homogeneidade (continuação).</b>				
Homogeneidade dos produtos e fatores	Produtos têm demanda elástica.	Não	Apenas no nível do produtor individual. Quando a demanda é perfeitamente elástica no nível agregado, há competição perfeita.	Sim, na visão de Robinson (1934)
	Produto portátil/custos deslocamento insignificantes.	Sim	Sempre	Não
	Os mercados têm fronteiras claras (naturais) ou é universal (espaço fixo).	Sim	Sempre	Não
	Livre entrada e saída do mercado (mobilidade dos fatores)	Sim	Sempre	Não
	No longo prazo, as empresas podem substituir todos seus fatores de produção sem custos - ou - fatores não são especializados (mobilidade dos fatores).	Sim	Sempre, corolário da mobilidade dos fatores	Não
	Não há acumulação ou meios de produção são superabundantes.	Sim	Sempre, corolário da insignificância dos atores	Não
Trabalhadores são iguais a outros insumos (homogeneidade dos fatores).	Trabalhadores recebem exatamente a fração do que produzem.	Sim	Sempre, corolário da homogeneidade dos produtos, fatores	Não
	Trabalhadores são homogêneos e conhecem perfeitamente seu trabalho.	Sim	Sempre, corolário da homogeneidade dos produtos, fatores	Não
<b>4. Racionalidade dos Agentes.</b>				
Escolha racional (Individualismo, racionalidade ilimitada e Utilitarismo).	Maximização da utilidade e do lucro com recursos limitados.	Sim	Sempre	Não
	Perfeita comunicação e conhecimento do mercado, ausência de incerteza, não há custo para escolhas, não há segredos de mercado, alocação de recursos eficiente.	Sim	Sempre	Não
	Liberdade e ausência de consenso, conluio ou conspirações.	Sim	Sempre	Não
	Preferência revelada.	Sim	Sempre	Não
	Função de utilidade estável, igual para todos e livre de influências sociais.	Sim	Sempre	Não
	Transitividade.	Sim	Sempre	Não
	Indivíduos agem eticamente e legalmente, sem imposições de uns sobre os outros.	Sim	Sempre	Não
<b>5. Perfeição no Tempo.</b>				
	Mercado estacionário, equilíbrio estável.	Sim	Sempre, no longo prazo ou no modelo instantâneo.	Não
<b>5. Mercado Livre</b>				
	Não há regulação, não há intervenção governamental.	Sim	Sempre	Não