



Disponível em
<http://www.anpad.org.br/rac>

RAC, Rio de Janeiro, v. 19, n. 1,
pp. 142-148, Jan./Fev. 2015
<http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac20158121>



Documentos e Debates:

Réplica 1 - Crescimento Organizacional, Tamanho das Firms e Valor Econômico

Organizational Growth, Firm Size and Economic Value

Eduardo Kazuo Kayo
Universidade de São Paulo – USP/FEA

Introdução

No artigo **Crescimento Organizacional: Uma Ideologia Gerencial?** (Seifert & Vizeu, 2015) desenvolvem uma fundamentação elegante e erudita sobre a visão ideológica do crescimento organizacional. Mais importante, entretanto, os autores propõem uma reflexão sobre os conhecimentos estabelecidos sobre o tema e sugerem novas avenidas de pesquisa que considerem visões menos idealistas.

A qualificação de ideologia gerencial proposta por Seifert e Vizeu (2015) é baseada em três aspectos. O primeiro aspecto diz respeito a assumir o crescimento organizacional como sendo um conceito universal, ou seja, como representando a visão de todos quando, na verdade, representaria tão somente os interesses particulares de um grupo menor. Isso poderia, por exemplo, ser representado pelo discurso de maximização da riqueza do acionista que representaria apenas o lado desses investidores e não, necessariamente, de todos os públicos estratégicos interessados pela firma. Essa visão, por sua vez, consolida-se pela literatura predominante em administração, assim, dando origem ao segundo aspecto característico da ideologia, a saber, a negação de contradições. Segundo Seifert e Vizeu (2015), a despeito de visões destoantes na literatura, o paradigma do crescimento empresarial “continua inquestionável” (p. 132). Esse cenário leva, então, a considerar o crescimento organizacional como sendo um fenômeno natural e inevitável, o que caracteriza o terceiro aspecto da ideologia: a reificação.

A proposta de Seifert e Vizeu (2015) é, então, questionar o conhecimento estabelecido (ou a ideologia) do crescimento organizacional e incentivar a reflexão sobre os fatores que possam, eventualmente, contrapor o argumento do crescimento organizacional. De uma forma simplificada, tais fatores podem ser resumidos em seis: a discussão sobre os limites da firma, as vantagens das pequenas firmas, o entendimento das complexidades do conceito de crescimento, o desenvolvimento de formas de gestão regenerativas, a reflexão sobre processos de decrescimento e, finalmente, o bem-estar social.

Meu objetivo principal é analisar essas proposições de Seifert e Vizeu (2015) no intuito de trazer outros elementos que complementem a importante discussão a respeito do crescimento das firmas. Em particular, procuro argumentos na Teoria da Firma e na Teoria de Finanças que fundamentem a importância relativa do crescimento empresarial. Resumidamente, parto da premissa de que esse tema é de enorme complexidade e não pode ser analisado através de uma única lente teórica, sob o risco de se construir outra ramificação ideológica.

Crescimento Organizacional, Tamanho da Firma e Valor Econômico

Crescimento, tamanho e valor são conceitos diferentes, mas não podem ser dissociados no que diz respeito à gestão e à tomada de decisões organizacionais. Neste tópico, apresento esses diferentes conceitos e procuro integrá-los de forma a construir uma estrutura que nos permita analisar as proposições de Seifert e Vizeu (2015).

O tamanho da firma é um constructo que pode ser operacionalizado de diversas formas: pelo valor das vendas da firma, pelo valor dos seus ativos (ou passivos) contábeis, pela quantidade de empregados, pelo valor do seu valor de mercado, entre outras. O valor de mercado (*i.e.*, quantidade de ações multiplicada pelo preço de mercado) também é frequentemente usado como *proxy* para tamanho (*e.g.*, Fama & French, 1992). Entretanto, para os propósitos deste artigo, usar valor de mercado, como ficará claro, não seria apropriado.

O valor de mercado de uma determinada firma de capital aberto e listada em bolsa de valores representa a expectativa dos investidores (acionistas) sobre a sua geração futura de caixa. Assumindo que o mercado seja eficiente (vide, por exemplo, os artigos de Fama, 1970, 1991), o preço da ação deve refletir todas as informações que afetem esse fluxo futuro de caixa. Dessa forma, o valor de mercado de

uma empresa precisa refletir, em equilíbrio, o fluxo de caixa descontado de uma firma (Miller & Modigliani, 1961). Como resultado, a relação entre o valor de mercado sobre o valor contábil de uma firma (*Market-to-book ratio*) representa o seu nível de oportunidades de crescimento. Quanto maior esse indicador, maiores seriam as oportunidades de crescimento.

Nesse ponto deve estar evidente porque o valor de mercado, no contexto deste artigo, não é usado como *proxy* para tamanho. O preço de uma ação reflete o valor (ou fluxo de caixa) correspondente não apenas aos ativos correntes, mas também aos ativos nos quais uma firma ainda vai investir (Myers, 1977). Nesse contexto, a simples divulgação de uma notícia boa pode, imediatamente, ser refletida no preço de uma ação. Por exemplo, a Petrobras pode anunciar a descoberta de um novo poço de petróleo e o preço de suas ações pode subir imediatamente, mesmo que os investimentos necessários para a exploração desse poço sejam realizados apenas no futuro. Assim, o valor de mercado pode ser um constructo para tamanho potencial e não para tamanho corrente.

O valor econômico pode ser visto como uma manifestação do processo de crescimento dado o tamanho corrente da firma. Assim, o tamanho é um estado momentâneo que representa a dimensão de uma determinada firma. Evidentemente, os valores de mercado em diferentes momentos são comparáveis e suas diferenças vistas como resultado de um crescimento do respectivo valor. Entretanto a comparação entre o valor de mercado e o valor contábil oferece-nos uma melhor perspectiva a respeito do potencial de crescimento de uma firma, particularmente, quando o seu indicador é comparado com o de seus pares dentro de um mesmo setor econômico.

Portanto, ao contrário do tamanho, o crescimento é um processo e não um estado. Dentro do espírito de Penrose (1959), o tamanho é um subproduto do processo de crescimento.

Por que é importante discutir esses conceitos? O valor econômico é um parâmetro importante para se determinar o tamanho ideal de uma firma. Assumindo que o mercado de capitais seja eficiente (Fama, 1970, 1991), o comportamento dos preços das ações sinalizará se uma determinada tomada de decisão (*e.g.*, aquisições, investimentos, desinvestimentos, etc.) é capaz de criar valor ou não. Dessa forma, se o tamanho ideal de uma firma tiver sido ultrapassado, o anúncio de uma aquisição pode gerar um retorno anormal negativo, ao passo que um desinvestimento pode gerar um retorno anormal positivo no preço das ações.

Com base nesses conceitos financeiros, os próximos tópicos discutem especificamente as proposições de Seifert e Vizeu (2015).

Sobre o Tamanho das Firmas

Segundo Seifert e Vizeu (2015), um dos primeiros pontos a considerar-se no questionamento da ideologia do crescimento organizacional diz respeito aos limites planetários e humanos. Em outras palavras, a escassez e a iminente exaustão dos recursos naturais devem ser levadas em conta no planejamento de um crescimento sustentável. A segunda proposição de Seifert e Vizeu, relacionada ao tamanho das firmas, diz respeito às vantagens apresentadas por organizações pequenas. Neste tópico, discutiremos essas duas proposições.

Não há dúvidas a respeito da futura exaustão de diversos recursos naturais, como o petróleo. Também parece consenso que o desenvolvimento de certas atividades industriais promove um crescimento exacerbado da poluição. Portanto questões ambientais devem fazer parte da discussão sobre o crescimento organizacional. Entretanto não parece apropriado se atribuir toda a culpa dessa degradação ao gigantismo das organizações. Pelo contrário, também é necessário que se pondere o papel das grandes organizações em relação à questão ambiental e ao desenvolvimento sustentável.

Com a exaustão de vários recursos naturais, a sobrevivência das empresas que os utilizam como matéria-prima depende, em grande medida, das suas capacidades de inovação e renovação. Isto é, as

empresas precisam buscar fontes alternativas de recurso, o que envolve, eventualmente, grande mudança em seu modelo de negócio. Esse processo de renovação pode estar atrelado aos investimentos com inovação, particularmente, aos gastos com pesquisa & desenvolvimento (P&D). Gastos como esses, entretanto, muitas vezes, são viáveis apenas em empresas de grande porte, que possuam os recursos financeiros suficientes para tais investimentos. Com efeito, Penrose (1959) sugere que o uso de recursos especializados (como os conhecimentos de um cientista) só se justifica se os resultados forem grandes o suficiente. Dificilmente isso seria possível em uma firma pequena.

Além disso, ganhos de escala e de escopo só podem ser alcançados satisfatoriamente em firmas grandes. Como sugerem Besanko, Dranove e Shanley (2004), tais ganhos são obtidos em função, por exemplo, da indivisibilidade dos ativos fixos e da possibilidade de se ratear os custos por uma quantidade maior de produtos vendidos. Ademais, ganhos significativos também podem acontecer por meio de uma maior produtividade dos insumos e de redução dos estoques. Portanto, novamente, determinadas atividades não seriam viáveis em pequenas empresas.

Empresas pequenas nunca deixarão de existir e, tampouco, empresas grandes. Certos setores da economia podem ser formados predominantemente por pequenas empresas, mas outros setores necessitam de grande escala. Entretanto há limites para o tamanho de uma firma. A partir de certo ponto, é possível que surjam deseconomias de escala. Talvez um dos principais limitadores do tamanho seja de ordem comportamental. Nas empresas maiores e, particularmente, naquelas listadas em bolsa de valores e com estrutura de propriedade difusa (isto é, com ações de propriedade de muitos acionistas), o chamado conflito de agência (Jensen & Meckling, 1976) pode ser significativo. Nesse cenário, o gestor (agente) que não possui ou possui apenas uma fração da propriedade da empresa pode ser incentivado a tomar decisões que maximizem sua própria utilidade e não necessariamente a riqueza dos acionistas. Esse comportamento oportunista pode ser controlado por mecanismos internos e externos de governança significativamente onerosos. Ainda assim, existe a possibilidade de uma “perda residual” (Jensen & Meckling, 1976, p. 308) atribuída à expropriação promovida pelo gestor por meio de mordomias, risco moral ou seleção adversa.

Sobre o Crescimento Organizacional

Como bem observam Seifert e Vizeu (2015), o crescimento é um fenômeno complexo e deveria ser analisado como tal. Uma questão importante, em primeiro lugar, diz respeito à perspectiva de crescimento que se quer analisar. Como define Penrose (1959), o crescimento pode ter um caráter quantitativo ou qualitativo (*i.e.*, melhoria em qualidade). As duas perspectivas não se sobrepõem e tampouco são excludentes. Porém também não são necessariamente complementares, isto é, o crescimento quantitativo não pressupõe crescimento qualitativo e vice-versa.

A compreensão dessa complexidade pode trazer contribuições relevantes do ponto de vista teórico e gerencial. Analisemos, por exemplo, o processo de crescimento inorgânico por meio de fusões ou aquisições de empresas. Vários estudos, particularmente da década de 1980, apresentam evidências de que fusões e aquisições, em média, não geram retornos anormais positivos para as empresas adquirentes (*e.g.*, Bradley, Desai, & Kim, 1988; Jensen & Ruback, 1983). Entretanto, como sugerem Capron e Pistre (2002), esses retornos podem apresentar alta variância, o que significa que algumas operações podem apresentar altos retornos positivos e outras podem gerar altos retornos negativos.

Um argumento razoável é que essas diferenças possam ser causadas principalmente pela complexidade da forma de crescimento. Capron e Pistre (2002), por exemplo, apresentam resultados que sugerem que retornos anormais positivos para as adquirentes estão associados à capacidade destas empresas em explorar seus próprios recursos tecnológicos por meio das empresas adquiridas. Dessa forma, o crescimento seria associado não apenas a um potencial crescimento quantitativo, mas, principalmente, a um crescimento qualitativo pela oferta de melhores soluções tecnológicas pelas empresas adquiridas. Com efeito, Patrocínio, Kayo e Kimura (2007) demonstram que empresas

intangível-intensivas conseguem gerar retornos positivos em suas aquisições, ao contrário de empresas tangível-intensivas. Uhlenbruck, Hitt e Semadeni (2006) apresentam outros resultados, também, muito sugestivos. Sua pesquisa indica que os recursos tecnológicos de empresas adquiridas do setor de internet contribuem para gerar retornos positivos às empresas que as adquirem. Portanto, mais uma vez, as adquirentes crescem qualitativamente, além de quantitativamente. Os retornos positivos apresentados pelos preços das ações sinalizam o potencial crescimento que essas operações são capazes de gerar no futuro.

Entretanto nem sempre as reações são positivas. Em muitas operações, os retornos podem ser nulos ou significativamente negativos, refletindo a percepção dos investidores de que o crescimento quantitativo não traria, necessariamente, um crescimento qualitativo à adquirente. Se partirmos da premissa de que o mercado seja eficiente e consiga incorporar ao preço quaisquer informações relevantes, pode-se concluir que, nesse último caso, o crescimento não seria adequado. Nesse ponto, o argumento de Seifert e Vizeu (2015), de que é preciso se refletir sobre processos de decrescimento, passa a ser oportuno. Com efeito, vários estudos evidenciam que, dependendo da situação, empresas que promovem processos de desinvestimentos geram retornos anormais positivos nos preços de suas ações (*e.g.*, Mulherin & Boone, 2000; Veld & Veld-Merkoulova, 2004).

Seifert e Vizeu (2015) sugerem que o decrescimento deveria ser incentivado como uma forma de regeneração da diversidade e dos benefícios socioeconômicos que supostamente teriam sido destruídos no processo de crescimento ideológico. Contudo, é preciso se questionar se tal processo de regeneração resgataria, efetivamente, o bem-estar social supostamente perdido. Os resultados positivos encontrados nos estudos sobre desinvestimento são derivados de outros motivos como, por exemplo, a melhoria do foco de atuação, a redução da assimetria informacional (*i.e.*, acionistas e outros públicos estratégicos poderiam compreender melhor a empresa), a melhoria da governança corporativa, entre outros (Veld & Veld-Merkoulova, 2004, 2009). Esses motivos podem até parecer desprovidos de interesses sociais e unicamente focados nos benefícios econômicos dos acionistas, mas, indiretamente, podem também promover o bem-estar social. É importante lembrar que os acionistas só conseguem lucrar se os preços das ações subirem e isso pode não acontecer se o mercado perceber que determinadas decisões podem trazer algum prejuízo social, pelo menos de forma agregada.

O desenvolvimento de formas de gestão regenerativas é um tema relevante de se discutir e, sem dúvida, possui um caráter bastante nobre. Como bem destacam Seifert e Vizeu (2015), frequentemente, pequenos negócios exercem papel fundamental em pequenas comunidades locais. No entanto também é importante se destacar os riscos de uma gestão regenerativa. Talvez o maior risco esteja na criação de um processo paternalista e excessivamente protetor, que incentive a ineficiência e gere um retrocesso no processo evolucionário das firmas e dos modelos de negócio. A economia de mercado, apesar de intensamente criticada, pode ser um instrumento disciplinador e incentivador ao desenvolvimento do empreendedor, e não o contrário.

Discussão Final

A grande questão, talvez, não seja o crescimento em si, mas muito mais onde e como crescer. Seria importante, por exemplo, refletir sobre quais setores da economia poderiam apresentar maiores níveis de crescimento organizacional. Conforme defende Penrose (1959), não se pode pensar em crescimento organizacional sem se conhecer a natureza intrínseca da organização. Algumas empresas são, evidentemente, mais propensas a altas taxas de crescimento do que outras, mesmo que trabalhem no mesmo setor de atuação. Uma empresa, por exemplo, pode trabalhar em um setor já maduro ou até declinante e sujeito a esgotamento, como é o caso do setor petrolífero. Evidentemente, a principal matéria-prima desse setor, o petróleo, é esgotável e, como resultado, o setor como hoje o conhecemos está sujeito, no longo prazo, a desaparecer. Isso não significa, necessariamente, que as grandes empresas que trabalham nesse setor venham a desaparecer. É difícil imaginar que empresas gigantes desse setor, como Petrobrás, Exxon, British Petroleum e várias outras, venham a desaparecer ou, até mesmo,

diminuir significativamente de tamanho. Ganhos de escala e escopo são extremamente importantes para setores como esse e podem garantir a rentabilidade e o crescimento futuros a partir, por exemplo, dos significativos gastos em pesquisa e desenvolvimento. Empresas que, atualmente, têm matérias-primas esgotáveis como principal insumo podem mudar seu modelo de negócio e apoiar-se em outros tipos de tecnologia para se perenizarem. Isso pode garantir, além do seu tamanho atual, até mesmo um crescimento futuro. Por isso, tão importante quanto se discutir o crescimento organizacional é discutir o crescimento setorial.

Empresas em setores emergentes, particularmente aqueles relacionados de alguma forma a modernas tecnologias de informação, apresentam oportunidades de crescimento muito significativas. Empresas como Google, Microsoft, entre outras de setores emergentes chegam a apresentar um valor de mercado tão grande quanto as de muitas companhias de setores tradicionais como Coca-Cola, GE, GM, etc. Empresas de setores emergentes talvez ainda não tenham alcançado um tamanho considerado ótimo e podem, ainda, apresentar alto potencial de crescimento.

Por fim, as críticas que se fazem à maximização de valor do acionista como parâmetro para as decisões empresariais talvez sejam exageradas. Com frequência, os acionistas são vistos como agentes gananciosos e que só pensam em seu próprio bem-estar. No bojo dessas críticas, raramente, faz-se menção ao risco tomado por esses acionistas. Os acionistas, ao contrário de outros *stakeholders* (como empregados, fornecedores e até os credores), recebem o chamado lucro residual. Isso significa que sua remuneração depende do sucesso de um empreendimento que, por sua vez, só pode acontecer se seus produtos e serviços atenderem não apenas à demanda do consumidor, mas também a certas demandas sociais. Em tempo, vale destacar que muitas empresas com ações negociadas em bolsa, nacionais e internacionais, já viram seu valor de mercado se reduzir em função de serem associadas a fatos socialmente inaceitáveis como, por exemplo, exploração de trabalho infantil, desmatamento, etc. Racionalmente, portanto, o aumento da riqueza dos acionistas (*i.e.*, aumento do preço das ações) também traria, em certa medida, aumento de bem-estar social.

Referências

- Besanko, D., Dranove, D., & Shanley, M. (2004). *Economics of strategy* (3rd ed.). Hoboken, NJ: Wiley.
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 21(1), 3-40. doi: 10.1016/0304-405X(88)90030-X
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781-794. doi: 10.1002/smj.262
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. doi: 10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital-markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617. doi: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465. doi: 10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1/4), 5-50. doi: 10.1016/0304-405X(83)90004-1

- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Mulherin, J. H., & Boone, A. L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6(2), 117-139. doi: 10.1016/S0929-1199(00)00010-9
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. doi: 10.1016/0304-405X(77)90015-0
- Patrocinio, M. R., Kayo, E. K., & Kimura, H. (2007). Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. *Revista de Administração da USP*, 42(2), 205-215.
- Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm*. New York: Wiley.
- Uhlenbruck, K., Hitt, M. A., & Semadeni, M. (2006). Market value effects of acquisitions involving internet firms: a resource-based analysis. *Strategic Management Journal*, 27(10), 899-913. doi: 10.1002/smj.546
- Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. V. (2004). Do spin-offs really create value? The European case. *Journal of Banking & Finance*, 28(5), 1111-1135. doi: 10.1016/S0378-4266(03)00045-1
- Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. V. (2009). Value creation through spin-offs: a review of the empirical evidence. *International Journal of Management Reviews*, 11(4), 407-420. doi: 10.1111/j.1468-2370.2008.00243.x

Dados do Autor

Eduardo Kazuo Kayo

Avenida Prof. Luciano Gualberto, 908, Prédio FEA-1, Sala G-168, 05508-010, São Paulo, SP, Brasil. E-mail: kayo@usp.br