

Efeitos da Tangibilidade e Intangibilidade de recursos no Desempenho Econômico Superior das empresas brasileiras de capital aberto

Geraldo Alemandro Leite Filho (UFLA e UNIMONTES) - geraldo.alemandro@hotmail.com

Francisval de Melo Carvalho (UFLA) - francarv@dae.ufla.br

Cristina Lelis Leal Calegário (UFLA) - ccalegario@dae.ufla.br

Resumo:

O objetivo principal da pesquisa foi investigar os efeitos da tangibilidade e intangibilidade de recursos no desempenho econômico e superior das companhias brasileiras de capital aberto, sob a perspectiva da Visão Baseada em Recursos (VBR). AVBR pressupõe como principal causa da variação de desempenho econômico das empresas, os recursos e fatores organizacionais internos. Como suposição central da pesquisa, assumiu-se que a heterogeneidade de desempenho econômico das firmas teria associação com os recursos organizacionais internos. Dados foram secundários, acerca das empresas brasileiras de capital aberto, coletados da Consultoria Econômica, em períodos trimestrais, do 1º trimestre de 1999 ao 3º trimestre de 2010. O método para análise dos dados foi à regressão de dados em painel estático com erro padrão robusto por Efeito pooling, e efeitos fixos (EF). Os resultados gerais da pesquisa revelaram que a intangibilidade de recursos proporcionou desempenho econômico superior para as firmas brasileiras de capital aberto, tanto individualmente como quando separadas por setores da economia. O conjunto das variáveis significativas do modelo conseguiu explicar 50,87 % da variação do VEE. Por outro lado, não foi possível afirmar que a tangibilidade de recursos proporcionasse desempenho econômico superior às empresas brasileiras de capital aberto, quando se analisam todas as firmas da amostra, bem como nos agrupamentos setoriais. Apesar de apresentar coeficiente não significativo para a tangibilidade de ativos, o conjunto das variáveis significativas do modelo explicou 34,69 % da variação do VEE das firmas brasileiras.

Palavras-chave: *Tangibilidade, Intangibilidade, Visão Baseada em Recursos*

Área temática: *Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões*

Efeitos da Tangibilidade e Intangibilidade de recursos no Desempenho Econômico Superior das empresas brasileiras de capital aberto¹

Resumo

O objetivo principal da pesquisa foi investigar os efeitos da tangibilidade e intangibilidade de recursos no desempenho econômico e superior das companhias brasileiras de capital aberto, sob a perspectiva da Visão Baseada em Recursos (VBR). A VBR pressupõe como principal causa da variação de desempenho econômico das empresas, os recursos e fatores organizacionais internos. Como suposição central da pesquisa, assumiu-se que a heterogeneidade de desempenho econômico das firmas teria associação com os recursos organizacionais internos. Dados foram secundários, acerca das empresas brasileiras de capital aberto, coletados da Consultoria Econômica, em períodos trimestrais, do 1º trimestre de 1999 ao 3º trimestre de 2010. O método para análise dos dados foi à regressão de dados em painel estático com erro padrão robusto por Efeito *pooling*, e efeitos fixos (EF). Os resultados gerais da pesquisa revelaram que a intangibilidade de recursos proporcionou desempenho econômico superior para as firmas brasileiras de capital aberto, tanto individualmente como quando separadas por setores da economia. O conjunto das variáveis significativas do modelo conseguiu explicar 50,87 % da variação do VEE. Por outro lado, não foi possível afirmar que a tangibilidade de recursos proporcionasse desempenho econômico superior às empresas brasileiras de capital aberto, quando se analisam todas as firmas da amostra, bem como nos agrupamentos setoriais. Apesar de apresentar coeficiente não significativo para a tangibilidade de ativos, o conjunto das variáveis significativas do modelo explicou 34,69 % da variação do VEE das firmas brasileiras.

Palavras-chave: Tangibilidade, Intangibilidade, Visão Baseada em Recursos.

Área Temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões

1. Introdução

O estudo do desempenho de empresas sempre despertou interesse de acadêmicos e pesquisadores das áreas de economia e negócios. Pode-se dizer que é consensual a constatação da heterogeneidade das organizações, o que tem gerado ao longo dos anos, a busca pela explicação de quais fatores poderiam determinar as causas destas diferenças. Consequentemente, a heterogeneidade das firmas reflete na variabilidade de seus resultados econômico-financeiros.

No sentido de buscar entendimentos mais satisfatórios sobre a variabilidade de desempenho, trabalhos foram realizados buscando explicações mais pontuais sobre a heterogeneidade do resultado econômico das empresas. Schmalensee (1985), num trabalho pioneiro, decompôs a variância do lucro contábil de empresas para avaliar a importância associada aos fatores que a teoria indicava como determinantes do desempenho. Concluiu que efeito indústria explicava cerca de 20 % da variância do retorno das empresas e mais de 75 % da variância dos retornos nos setores de atuação das empresas.

Os resultados de Schmalensee geraram polêmica no campo dos estudos sobre a variabilidade de desempenho das empresas. Nos anos 1980, focou-se na própria empresa como fonte das explicações de diferença de rentabilidade, uma vez que a economia industrial, disciplina até então dominante na explicação da variação do desempenho das firmas,

¹ Os autores agradecem o apoio financeiro da FAPEMIG.

encontrou dificuldades para fornecer explicações sobre heterogeneidade de desempenho de empresas dentro de um mesmo setor. Para Nelson (1991), os estudos da abordagem da economia industrial, com o seu foco apenas no setor, ignoraram o fato de que empresas fazem escolhas distintas e não idênticas entre empresas de um mesmo setor, causando a variabilidade de desempenho. Desta forma, com base no enfoque interno da empresa para a explicação do desempenho superior e da variabilidade de desempenho, surgiram as primeiras contribuições da Visão Baseada em Recursos (VBR).

A VBR forneceu explicação teórica alternativa para as diferenças de desempenho dentro das indústrias, propondo que as competências específicas de cada empresa em acumular e alavancar recursos, únicos e de difícil imitação, eram fatores de diferenciação organizacional, dando vantagens competitivas às empresas (WERNERFELT, 1984; BARNEY, 1991; PETERAF, 1993). A partir das pressuposições da VBR, as empresas passaram a não serem mais vistas como caixas pretas, mas como coleções de capacidades distintas e recursos que determinam as diferenças nos desempenhos das mesmas.

A VBR pressupõe a variabilidade de desempenho entre as firmas decorre como resultante das particularidades individuais, especificamente da forma como as empresas gerenciam e usam estrategicamente os seus recursos ou ativos.

Para Wernerfelt (1984), os recursos apresentam característica de tangibilidade e intangibilidade, vinculados de forma semi-permanente às empresas, sendo que posse, controle e utilização dos recursos como ativos estratégicos diferenciadores entre as firmas podem promover vantagem competitiva representando melhores indicadores de desempenho econômico-financeiro às empresas.

Neste contexto, a pressuposição principal deste trabalho é a de que os recursos da firma, representados pela intangibilidade e tangibilidade de ativos, influenciam o desempenho econômico das firmas na economia. Nesta perspectiva, o objetivo principal da pesquisa foi investigar os efeitos da tangibilidade e intangibilidade de recursos no desempenho econômico e superior das companhias brasileiras de capital aberto, sob a perspectiva da Visão Baseada em Recursos (VBR).

As investigações sobre as causas da variabilidade de desempenho das firmas têm sido um tema instigante e desafiador para muitos pesquisadores, em função da complexidade e multidisciplinaridade do tema, que envolve questões de administração, finanças e economia.

Os estudos sobre as causas de heterogeneidade de desempenho organizacional não são conclusivos, tampouco exaustivos, por gerarem diferentes perspectivas teóricas. Embora uma parte das pesquisas tenha confirmado que a variação do desempenho das firmas se deva a recursos internos vinculados às empresas, julga-se que lacunas teóricas precisam ser preenchidas e comprovações empíricas testadas, a fim de validar ou refutar o conhecimento existente, bem como gerar novas perspectivas sobre o tema.

O trabalho está estruturado da seguinte maneira: Primeiramente a introdução, em seguida o embasamento teórico para definição das hipóteses, a abordagem metodológica, os resultados e discussão dos achados da investigação, as conclusões e por fim as referências utilizadas.

2. Base teórica e definição das hipóteses

AVBR pressupõe como principal causa da variação de desempenho econômico das empresas, os recursos e fatores organizacionais internos. Como suposição central da pesquisa, assume-se que a heterogeneidade de desempenho econômico das firmas teria associação com os recursos organizacionais internos (WERNERFELT, 1984; BARNEY, 1991).

Evidências teórico-empíricas sugerem a capacidade dos recursos intangíveis em gerar valor econômico e desempenho superior para as empresas (LEV 2001; CARMELI, TISHLER, 2004; BIANCHI, LABORY, 2004; OMAKI, 2005; COHEN, 2005; PEREZ,

FAMÁ, 2006; KAYO et al., 2006; HITCHNER, 2006; ENSSLIN, CARVALHO, 2009; SPITZER, 2007; OLSEN et al., 2008; TEH et al., 2008; ENSSLIN et al., 2009; COLAUTO et al., 2009; COUTO, 2009). Para a VBR, o grau de intangibilidade dos recursos das firmas, criado pela dificuldade de negociação, substituição ou imitação, destaca-se como característica especial que proporciona às empresas detentoras destes ativos, desempenho econômico superior (BARNEY, 1991; PETERAF, 1993). Com base nestes argumentos, foi definida a seguinte hipótese:

H₁: Há relação estatisticamente significativa entre a intangibilidade e o desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto.

AVBR ainda suporta a proposição de que a vantagem competitiva proporcionada às firmas pelos recursos intangíveis sofre efeitos dos setores de atuação na economia. Estudos indicaram que a variabilidade de desempenho econômico das empresas diferia significativamente por indústria, setores e grupos na economia (SCHMALENSEE, 1985; RUMELT, 1991; MAURI, MICHAELS, 1998; HAWAWINI et al, 2003; BRITO, VASCONCELOS, 2004; GONÇALVES, QUINTELA, 2005; CARVALHO, 2009). A explicação para tal fato está na concepção de que alguns ativos intangíveis por serem de naturezas variadas, distribuídos em diferentes indústrias, são importantes para alguns setores e irrelevantes para outros. Nesta perspectiva, foi definida a seguinte hipótese:

H₂: A influência da intangibilidade no desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto difere entre os setores da economia.

Além da intangibilidade, investigaram-se também os efeitos da tangibilidade de recursos no desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto. Trabalhos têm indicado que decisões de investimentos de capital (tangíveis) produziram aumentos positivos no valor de mercado das ações das firmas (ANTUNES, PROCIANOY, 2003; LYRA, OLINQUEVITCH, 2007; CARVALHO 2009).

Há ainda evidências empíricas de que a tangibilidade de recursos pode gerar desempenho econômico superior às firmas (GAVA, PROCIANOY, 2006; MARCELINO et al, 2006; LUCCHESI, FAMÁ, 2007; BHANA, 2008; SURESH et al., 2010). Com base nos argumentos apresentados, foi definida a seguinte hipótese:

H₃: Há relação significativa entre a tangibilidade e o desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto.

Para a VBR, as estratégias usadas pelas empresas na gestão de recursos determinariam a heterogeneidade de desempenho entre as firmas bem como diferenças significativas de desempenho econômico entre os setores de atuação das mesmas (BARNEY, 1991; PETERAF, 1993). Partindo da concepção que, no conjunto de recursos da empresa se incluem os ativos tangíveis, definiu-se a seguinte hipótese:

H₄: A influência da tangibilidade no desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto difere entre os setores da economia.

A seguir apresenta-se a metodologia utilizada na investigação.

3. Abordagem metodológica

O presente estudo caracterizou-se como uma pesquisa descritiva com avaliação quantitativa de dados secundários. Dados foram coletados da Consultoria Econômica, em períodos trimestrais, do 1º trimestre de 1999 ao 3º trimestre de 2010, deflacionados pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) para 30 de setembro de 2010.

O universo da pesquisa englobou 653 empresas distribuídas em 21 setores. Por questão de conveniência, foram excluídas as empresas pertencentes aos setores Instituições Financeiras e Fundos, empresas que apresentaram Patrimônio Líquido (PL) negativo. A amostra intencional foi composta de 387 empresas distribuídas em 19 setores da economia.

O método para análise dos dados foi à regressão de dados em painel estático. Dados em Painel ou dados longitudinais são caracterizados por possuírem observações em duas dimensões que em geral são o tempo e o espaço (GUJARATI, 2006). Os modelos de regressão de dados em painel estático foram processados nas três abordagens: Efeito *pooling*, efeitos fixos (EF) e efeitos aleatórios (EA) (WOOLDRIDGE, 2003; GUJARATI, 2006).

Utilizou-se painel desbalanceado, pois nem todas apresentaram todas as informações suficientes para calcular todos os indicadores e variáveis da pesquisa. Contudo, os dados foram suficientes para testar as hipóteses da pesquisa e responder aos seus objetivos.

O método de entrada de dados nos modelos foi a regressão hierárquica, que permite a entrada de variáveis ou bloco de variáveis por partes no modelo, diminuindo a variância não explicada e, conseqüentemente, aumentando o poder de explicação do fenômeno estudado.

Definiu-se, como variável dependente, o Valor Econômico Específico da firma (VEE), que representa proposição de medida de desempenho econômico superior das empresas. Considera a agregação marginal de valor econômico de uma empresa, em um determinado período de tempo. O VEE foi calculado pela diferença do Valor Econômico Agregado (EVA[®]) da empresa *i* no setor *j*, no período *t* menos o EVA[®] médio das empresas do setor *j* que a empresa faz parte no período *t*. O VEE pode ser definido então como um indicador de avaliação da vantagem (se positivo) ou desvantagem competitiva (se negativo) da firma em comparação com os seus concorrentes ou competidores dentro de um mesmo setor de atuação.

As variáveis independentes foram as medidas de intangibilidade e tangibilidade de recursos das empresas. Calculou-se a intangibilidade de recursos da firma pelo Q de Tobin, baseada nos trabalhos de Villalonga (2004) e Carvalho (2009). O Q de Tobin pode ser definido como a razão entre Valor de Mercado da Firma e o Custo de Reposição de seus Ativos Físicos. O método utilizado neste artigo para estimar o valor do Q de Tobin relacionou o valor de mercado mais as dívidas totais divididos pelo total de ativos da firma.

A medida da tangibilidade dos recursos da firma, (Varbook) foi fundamentada no modelo de Daniel e Titman (2006). O valor da variação da tangibilidade da firma *i* no ano *t* é calculado considerando o logaritmo da variação do PL da firma *i* no ano *t-1* para o ano *t*.

Como variáveis de controle, foram utilizadas o logaritmo do ativo total da firma (ATLN) representando o tamanho da empresa, o endividamento (ENDIV) e o beta (BETA) das empresas como variável de controle do risco das firmas. Além disso foram criadas variáveis de interação entre a tangibilidade, intangibilidade e as variáveis de controle, variáveis dummie da tangibilidade e intangibilidade acima da média setorial e variáveis de interação entre a tangibilidade e intangibilidade com os setores de atuação das firmas.

O modelo usado para verificar os efeitos da intangibilidade de recursos desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto é relatado a seguir, pela seguinte equação:

$$VEE_{it} = \alpha_i + \beta_0 * Q_{it} + \beta_1 * ATLN_{it} + \beta_2 * Endiv_{it} + \beta_3 * Beta_{it} + \beta_4 * Q * ATLN_{it} + \beta_5 * Q * Endiv_{it} + \beta_6 * Q * Beta_{it} + \beta_7 * D_{SEC} + \sum_{j=i}^j \beta_8 * Q_{it} * D_j + \mu_i + \eta_{it}$$

com $i = 1, \dots, N$ e $t = 1, \dots, T$.

O modelo usado para verificar os efeitos da tangibilidade de recursos desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto, é relatado a seguir, pela seguinte equação:

$$VEE_{it} = \alpha_i + \beta_0 * Varbook_{it} + \beta_1 * ATLN_{it} + \beta_2 * Endiv_{it} + \beta_3 * Beta_{it} + \beta_4 * Varbook * ATLN_{it} + \beta_5 * Varbook * Endiv_{it} + \beta_6 * Varbook * Beta_{it} + \beta_7 * D_{SEC} + \sum_{j=i}^j \beta_8 * Varbook_{it} * D_j + \mu_i + \eta_{it}$$

com $i = 1, \dots, N$ e $t = 1, \dots, T$.

em que:

VEE_{it} = Valor Econômico Específico da firma, medida de desempenho econômico superior; Q de Tobin = Variável de intangibilidade de recursos da firma; VarBook_{it} = Variável de tangibilidade de recursos da firma, calculada pelo logaritmo da variação do PL do ano t-1 para o ano t; ATLN_{it} = Logaritmo do Ativo Total da firma, variável de controle do tamanho da firma; Endiv_{it} = Endividamento da empresa, variável de controle; Beta_{it} = Medida de risco da firma, variável de controle; D_{SEC} = variáveis *dummies* para representar Tangibilidade ou Intangibilidade acima da média; D_j = variáveis *dummies* para os setores da economia (j = 19); μ_i = efeito específico da firma que não varia com o tempo; η_{it} = termo de erro da firma; β₀ = captura o efeito da tangibilidade ou intangibilidade no desempenho econômico; β₁ = captura o efeito do tamanho da firma no desempenho econômico; β₂ = captura o efeito do endividamento no desempenho econômico; β₃ = captura o efeito do risco da firma no desempenho econômico; β₄ = captura o efeito da interação tangibilidade ou intangibilidade com tamanho da firma; β₅ = captura o efeito da interação tangibilidade ou intangibilidade com endividamento da firma; β₆ = captura o efeito da interação tangibilidade ou intangibilidade com risco da firma; β_{7j} = captura o efeito da tangibilidade ou intangibilidade acima da média; β_{8j} = captura o efeito da tangibilidade ou intangibilidade nos setores da economia. Os subscritos i e t referem-se à empresa e ao tempo, respectivamente. A seguir apresentam-se os resultados e discussão.

4. Resultados e discussão

Antes de se processarem as regressões, foram efetuados testes de especificação da variável dependente (VEE) e variáveis independentes (Q de Tobin e Varbook). Utilizaram-se testes de estacionaridade para dados em painel propostos por Levin, Lin e Chu (LLC) que assume processo comum de raiz unitária e os testes de Im, Pesaran e Shin (IPS) e de Dickey-Fuller Aumentado (ADF) que assume processo individual de raiz unitária. Os resultados, indicaram todas as variáveis consideradas foram estacionárias em pelo menos um dos testes, a um nível de 1% de significância.

Processou-se também o teste de causalidade de Granger, investigando-se a capacidade da variável dependente ajudar na previsão do comportamento das variáveis independentes. Os resultados aceitaram a hipótese de não causalidade entre as variáveis (sig. 1 %).

Foram verificadas ainda as condições de multicolinearidade, autocorrelação serial e heterocedasticidade para modelos de dados em painel (GUJARATI, 2006). O teste utilizado para detectar a multicolinearidade foi o VIF (*Variance Inffactor Fator*), cujo resultado apontou para não existência de multicolinearidade nas variáveis independentes da pesquisa.

Foi utilizado o teste de Wooldridge (2003) para identificar a presença de autocorrelação entre os resíduos da regressão e o teste de Wald Modificado de Greene para verificação de heterocedasticidade de dados em painel (GUJARATI, 2006). Os resultados encontrados indicaram a presença de autocorrelação e heterocedasticidade (sig. 1 %).

Visando corrigir os problemas de heterocedasticidade e autocorrelação serial, as regressões foram reprocessadas de forma robusta com erro padrão robusto de Newey-West para correção da heterocedasticidade e auto correlação serial (GUJARATI, 2006). Além disso, os dados foram linearizados com logaritmização de todas as variáveis da pesquisa. Optou-se por não processar estimações por EA pelo motivo de a amostragem da pesquisa não ser aleatória, sob o risco de se gerarem resultados distorcidos neste tipo de estimação.

Os resultados das regressões do VEE contra a variável de intangibilidade (Q de Tobin), variáveis de controle, variáveis de interação, *dummie* de Intangibilidade, bem como as variáveis de interação da intangibilidade com os 19 setores da economia, são descritas na tabela 1.

Aplicou-se o teste de Chow ou teste F restrito para verificar qual estimativa foi a mais adequada, no estudo da relação entre a intangibilidade e o desempenho econômico superior das empresas brasileiras considerando-se os diversos setores da economia. O resultado do teste com $F(386, 10137) = 0,4956$ aceitou a hipótese nula do teste, a 1 % de significância, sugerindo que a técnica de estimação por MQG produziu estimadores mais eficientes ($0,4956 < 1,25 = 0,01$; $< 1,17 = 0,05$; $< 1,13 = 0,10$).

Tabela 1 – Efeitos da Intangibilidade no VEE da firma

Modelos de regressão Variáveis independentes	Estimações por MQG		Estimações por EF	
	Coefficiente	Valor-P	Coefficiente	Valor-P
Intangibilidade (LNQ)	1,009753	(0,002)***	0,0701361	(0,096)*
Tamanho (ATLN)	-0,0169302	(0,842)	3,473622	(0,000)***
Endividamento (LNEND)	-0,0567322	(0,000)***	-0,0803054	(0,000)***
Risco (LNBETA)	-0,0315304	(0,148)	-0,0453759	(0,181)
Interação intangibilidade e tamanho	-0,0819744	(0,629)	0,1166001	(0,665)
Interação intangibilidade e endiv.	-0,0421158	(0,049)**	0,0362761	(0,234)
Interação intangibilidade e risco	-0,0738638	(0,055)*	-0,0752481	(0,168)
Dummie setorial QSEC	0,1441597	(0,000)***	0,0706159	(0,119)
Q x Agro e Pesca	0,058741	(0,110)	0,131242	(0,310)
Q x Alimentos e Bebidas	0,643106	(0,000)***	0,3191645	(0,433)
Q x Comércio	0,670023	(0,000)***	-0,0408073	(0,912)
Q x Construção Civil	0,5344757	(0,000)***	-0,4301717	(0,238)
Q x Eletroeletrônicos	0,6798354	(0,000)***	0,063829	(0,888)
Q x Energia Elétrica	0,5806808	(0,000)***	0,2160731	(0,584)
Q x Máquinas Industriais	0,6249375	(0,000)***	0,1748282	(0,742)
Q x Mineração	1,32043	(0,000)***	-0,7115779	(0,076)*
Q x Minerais não metálicos	0,754706	(0,000)***	-0,1107591	(0,799)
Q x Outros	0,4963091	(0,000)***	0,0628314	(0,863)
Q x Papel e Celulose	0,676894	(0,000)***	0,2551717	(0,530)
Q x Petróleo e Gás	1,003115	(0,000)***	-0,2499561	(0,564)
Q x Química	0,7904224	(0,000)***	-0,1299765	(0,750)
Q x Siderurgia e Metalurgia	0,5855535	(0,000)***	0,1472334	(0,688)
Q x Software e Dados	0,5116879	(0,000)***	-0,1124874	(0,792)
Q x Telecomunicações	1,224872	(0,000)***	-0,2094295	(0,597)
Q x Têxtil	0,5851726	(0,000)***	0,1765345	(0,642)
Q x Transportes e Serviços	0,7169509	(0,000)***	-0,2702619	(0,463)
Q x Veículos e Peças	1,155484	(0,000)***	-0,6720464	(0,095)*
Intercepto	-0,7237916	(0,000)***	-7,069229	(0,000)***
R ²	0,5087			
R ² Within			0,5178	
R ² Between			0,3504	
R ² Overall			0,1452	
F	28,85		15,51	
Prob > F	0,0000		0,0000	
Número de observações	10551		10551	
Número de grupos	387		387	

Fonte: Estimações feitas pelo autor usando o software Stata 11.0. Dados da pesquisa.

Variável Dependente: Valor Econômico Específico da Firma (VEE), estimações robustas com erro padrão ajustado de Newey-West

* significativo a 10 %

** significativo a 5 %

*** significativo a 1 %

No modelo de regressão hierárquico por MQG o conjunto das variáveis foi capaz de prever 50,87 % da variação do VEE. Pode-se dizer que a estimação por MQG foi bem ajustada, uma vez que o teste de adequação do modelo de regressão foi significativo para um nível de probabilidade de 1 % (Prob > F = 0,0000).

Foi verificada associação positiva e significativa (1%) entre a Intangibilidade (Q de Tobim) e o desempenho econômico superior da firma (VEE). Nesta estimação, para cada unidade de aumento no Q de Tobim, aumenta-se 1,01 unidades no VEE. Tal resultado indicou

relação positiva de causa e efeito entre o indicador de Intangibilidade e o Valor Econômico Específico das firmas, sugerindo aceitar a hipótese H_1 da pesquisa.

Com relação às variáveis de controle, verificou-se que o endividamento relacionou-se negativa e significativamente (1%) com o desempenho econômico. Para cada unidade de aumento no endividamento das firmas, reduz-se 0,05 unidades do VEE. Nesta estimativa, tamanho e risco não apresentaram coeficientes estatisticamente significativos, portanto, sem efeitos no resultado econômico das firmas.

Das variáveis de interação, Intangibilidade x Endividamento mostrou-se relacionado com o desempenho econômico superior, de forma negativa e significativa (5 %). Confirma assim, o efeito contrário do endividamento no resultado econômico das firmas, denotando que aumentos conjuntos de endividamento e intangibilidade acarretariam redução no desempenho econômico superior. A variável de interação Intangibilidade x Risco, mostrou-se associada negativa e significativamente (10 %) com o desempenho. Tais resultados sugerem que aumentos no endividamento provocariam reduções no desempenho econômico das firmas. A variável de interação Intangibilidade x Tamanho não apresentou coeficiente estatisticamente significativo, portanto sem efeito no modelo de estimação.

A variável dummie do grau de Intangibilidade apresentou coeficiente positivo e significativo (1%), denotando que para cada aumento no Q de Tobin acima da média setorial representaria um aumento de 0,1442 unidades do VEE. Indica que maiores níveis de intangibilidade provocariam aumentos no desempenho econômico superior das firmas.

Ao se avaliarem os efeitos da intangibilidade no desempenho econômico superior das empresas separadas por setores da economia, por meio do resultado dos coeficientes de interação Intangibilidade x setores, foi verificado que apenas no setor de Agro e Pesca não houve coeficiente estatisticamente significativo. Nos demais setores (18), os coeficientes apresentaram-se positivos e significativos (1%) para a relação Intangibilidade e desempenho econômico superior. Assim, ao se separarem as empresas por setores, sugere-se que aumentos nos níveis de intangibilidade de ativos provocariam aumentos no VEE das empresas.

Os resultados das estimações MQG evidenciaram haver efeito diferenciador na relação intangibilidade e desempenho econômico superior das firmas da amostra quando analisadas por setores da economia. Verificou-se que a intangibilidade influenciou positivamente, com coeficientes distintos, o VEE das empresas nos diferentes agrupamentos setoriais (**Tabela 1**). Tais resultados sugeriram a aceitação da hipótese H_2 da pesquisa, evidenciando relação estatisticamente significativa entre a Intangibilidade de ativos e o desempenho econômico superior das firmas brasileiras de capital aberto, quando se analisam os diferentes setores da economia.

Os resultados encontrados na pesquisa validaram os pressupostos teóricos da VBR de que os recursos são distribuídos de forma heterogênea entre as firmas e setores, causando influências diversas (PETERAF, 1993); Empresas pertencentes a setores diferentes teriam desempenho econômico heterogêneo (BRITO, VASCONCELOS, 2004); Empresas participantes de setores específicos diferem em várias dimensões, inclusive financeiras (CAVES, PORTER, 1977). Reforçam ainda o argumento de que a Intangibilidade de ativos permitiu diferenciação de desempenho econômico entre firmas e setores, conforme defende Barney (2002).

Considerando os resultados das regressões múltiplas de dados em painel estático, pode-se afirmar que a Intangibilidade de ativos proporcionou vantagem competitiva para as firmas brasileiras de capital aberto, traduzida em incrementos no desempenho econômico específico, confirmando Wernerfelt (1993), Barney (1991), Kay (1993), Bharadway et al. (1993) e Peteraf (1993) que defendem os recursos internos das firmas como fatores causadores de variação de desempenho econômico das firmas.

De acordo com a perspectiva da VBR de que os recursos proporcionam vantagem competitiva para as empresas, os resultados da pesquisa convergiram para sugerir que a intangibilidade de recursos (Q de Tobin) das firmas brasileiras de capital aberto estão alicerçados nos quatro atributos nucleares da VBR: a) São valiosos, pois somente recursos que agregam valor geram vantagens competitivas, seja explorando oportunidades ou neutralizando entrantes; b) São raros, incomuns entre os competidores correntes e potenciais; c) Têm imitação imperfeita, onde os competidores teriam dificuldade para imitá-los, em função da combinação da sua condição histórica, do caminho percorrido através da acumulação de experiência e por serem oriundos de fenômenos sociais muito complexos, resultantes de relações pessoais internas e externas da firma; d) São insubstituíveis, ou de difícil substituição estratégica equivalente, para os recursos que são valiosos, mas não são nem raros nem de imitação imperfeita (BARNEY, 1991; PETERAF, 1993).

Posições teóricas da VBR afirmam que os recursos da firma podem ser fontes de distinção das empresas. Considerando que a pesquisa identificou diferenças de desempenho extra setores e influência positiva e significativa da Intangibilidade de recursos nestas diferenças, (Tabela 1) os resultados convergiram para o pensamento da VBR que os recursos intangíveis em agrupamentos setoriais distinguiram as empresas da amostra em termos de desempenho (BARNEY, 1991; SCHOEMAKER, 1992; AMIT, SCHOEMAKER, 1993).

Tais resultados ainda corroboraram as posições de Moraes (2005) que defende que o desempenho superior de uma empresa se deve à estrutura da indústria a qual a empresa faz parte; Hall (1982), Wernerfelt (1984), Barney (1991) e Peteraf (1993), que citam na perspectiva da diferenciação de desempenho pela VBR, a combinação específica de recursos resultando em capacidades competitivas distintas para as empresas em diferentes setores e Brito e Vasconcelos (2004), que observaram que empresas pertencentes a setores diferentes teriam desempenhos diferentes.

Os resultados encontrados sobre os efeitos da Intangibilidade no desempenho econômico específico das firmas são simétricos às conclusões do trabalho de Villalonga (2004), que investigou a relação entre Intangibilidade e desempenho das empresas do mercado americano e de Carvalho (2009) que investigou a relação entre Intangibilidade e desempenho das empresas do mercado brasileiro. Os estudos encontraram relações estatisticamente significativas entre a Intangibilidade e indicadores de desempenho econômico das empresas.

Além de estudar os efeitos da intangibilidade, a seguir, apresentam-se os resultados da investigação dos efeitos da Tangibilidade de recursos no desempenho econômico superior das empresas brasileiras (Tabela 2).

Foi efetuado teste de especificação para verificar quais dos dois modelos de regressão (MQG ou EF) apresentaram estimações mais robustas para a relação tangibilidade e desempenho econômico superior das firmas brasileiras. O resultado do teste com $F(386, 10137) = 2,7134$ rejeitou a hipótese nula do teste, a 1 % de significância, sugerindo que a técnica de estimação por EF produziu estimadores mais eficientes ($2,7134 > 1,25 = 0,01$).

No modelo de regressão hierárquico por EF, o conjunto das variáveis foi capaz de prever 34,69 % da variação do Valor Econômico Específico da Firma. Pode-se dizer que a estimação por EF foi bem ajustada, adequada, uma vez que o teste de adequação do modelo de regressão foi significativo para um nível de probabilidade de 1 % ($\text{Prob} > F = 0,0000$).

Não foi verificada associação entre a variável de tangibilidade e o desempenho econômico superior da firma, na modelagem que considera todos os setores da economia, uma vez que o coeficiente de Tangibilidade apresentou-se estatisticamente não significativo, apesar de se esperar relação negativa e significativa entre a tangibilidade e o VEE das firmas da amostra. Tais resultados sugeriram a rejeição da hipótese H_3 da pesquisa.

Tabela 2 – Efeitos da tangibilidade no VEE da firma

Modelos de regressão Variáveis independentes	Estimações por MQG		Estimações por EF	
	Coefficiente	Valor-P	Coefficiente	Valor-P
Tangibilidade (LNVarbook)	0,1162767	(0,673)	-0,0167804	(0,967)
Tamanho (ATLN)	0,2507586	(0,089)*	3,592491	(0,000)***
Endividamento (LNEND)	-0,1151206	(0,000)***	-0,1347113	(0,000)***
Risco (LNBETA)	-0,0205224	(0,513)	-0,046195	(0,208)
Interação tangibilidade e tamanho	0,1319046	(0,349)	0,05295	(0,714)
Interação tangibilidade e endiv.	0,0064122	(0,627)	-0,0075211	(0,584)
Interação tangibilidade e risco	-0,0144397	(0,619)	-0,0000859	(0,998)
Dummie setorial varbookSEC	-0,0586824	(0,139)	-0,0460659	(0,082)*
VARBOOK x Agro e Pesca	0,0086651	(0,908)	-0,0585186	(0,945)
VARBOOK x Alim. e Bebidas	-0,4393762	(0,000)***	-0,0384781	(0,904)
VARBOOK x Comércio	-0,3758476	(0,000)***	-0,0051565	(0,987)
VARBOOK x Construção Civil	-0,1366933	(0,049)**	-0,032489	(0,917)
VARBOOK x Eletroeletrônicos	-0,208928	(0,014)**	0,0406804	(0,898)
VARBOOK x Energia Elétrica	-0,4137932	(0,000)***	-0,2610059	(0,404)
VARBOOK x Máquinas Ind.	-0,4943383	(0,000)***	-0,1776857	(0,581)
VARBOOK x Mineração	-0,5074812	(0,000)***	0,1129465	(0,760)
VARBOOK x Minerais não met.	-0,3584807	(0,000)***	-0,433971	(0,167)
VARBOOK x Outros	-0,3673696	(0,000)***	-0,2052608	(0,511)
VARBOOK x Papel e Celulose	-0,4238847	(0,000)***	-0,0040537	(0,990)
VARBOOK x Petróleo e Gás	-0,4655353	(0,000)***	0,0096621	(0,976)
VARBOOK x Química	-0,419466	(0,000)***	-0,0375981	(0,904)
VARBOOK x Sider.e Metalurgia	-0,3901194	(0,000)***	-0,0215677	(0,945)
VARBOOK x Software e Dados	-0,030408	(0,913)	-0,0519949	(0,868)
VARBOOK x Telecomunicações	-0,5461582	(0,000)***	-0,1812269	(0,569)
VARBOOK x Têxtil	-0,3549281	(0,000)***	0,0386823	(0,902)
VARBOOK x Transportes e Serv.	-0,1924487	(0,012)**	0,0870248	(0,783)
VARBOOK x Veículos e Peças	-0,3072608	(0,000)***	0,0572014	(0,856)
Intercepto	-1,060714	(0,000)***	-7,17365	(0,000)***
R ²	0,2796			
R ² Within			0,3469	
R ² Between			0,1608	
R ² Overall			0,0597	
F	17,94		12,56	
Prob > F	0,0000		0,0000	
Número de observações	10551		10551	
Número de grupos	387		387	

Fonte: Estimações feitas pelo autor usando o software Stata 11.0. Dados da pesquisa.

Variável Dependente: Valor Econômico Específico da Firma (VEE), estimações robustas com erro padrão ajustado de Newey-West

* significativo a 10 %

** significativo a 5 %

*** significativo a 1 %

Com relação às variáveis de controle, verificou-se relação positiva e significativa (1 %) entre o tamanho das firmas e o desempenho econômico. Para a amostra de empresas, considerando os setores de atuação, cada aumento de unidade no Ativo Total resultaria em aumento de 3,5924 unidades no VEE das empresas. Tal resultado corroborou Di Micelli (2004) e Agnonese et al. (2010) no quesito da influência do tamanho das empresas no desempenho econômico.

Com relação ao endividamento, foi verificada relação positiva e significativa (1 %) entre o endividamento e desempenho econômico. Neste caso, cada unidade de aumento no Endividamento provocaria aumento de 0,1347 unidades no VEE das empresas. Tais resultados confirmaram a pressuposição de que ativos fixos servem como boas garantias para as dívidas da firma (KAYO, FAMÁ, 2004; PEROBELLI, FAMÁ, 2002; PEROBELLI et al.,

2005). Empresas com maior proporção de ativos tangíveis, que possam ser dados como garantia, tendem a apresentar maiores níveis de endividamento total a longo prazo (SILVA, VALLE, 2008).

O risco não apresentou coeficiente estatisticamente significativo, portanto sem efeitos no modelo de estimação da tangibilidade com o desempenho econômico superior das firmas.

As variáveis de interação, Tangibilidade x Tamanho, Tangibilidade x Endividamento e Tangibilidade x Risco não apresentaram coeficientes estatisticamente significativos, portanto, foram consideradas sem efeitos no modelo de estimação da tangibilidade e desempenho.

A variável dummie do grau de Tangibilidade relacionou-se de forma negativa e significativa (10 %) com o VEE. Tal resultado denota que cada unidade de aumento da tangibilidade acima da média geral de tangibilidade das empresas da amostra diminui o VEE da firma em 0,04 unidades. Reforça o resultado do modelo de correlação que evidenciou relação negativa e significativa entre a Tangibilidade e o desempenho. Confirma também os argumentos teóricos de que aumentos na Tangibilidade proporcionam reduções no desempenho econômico das firmas (TITMAN, WESSELS; 1988; SILVA, VALLE, 2008).

Ao se avaliarem os efeitos da tangibilidade no desempenho econômico superior das empresas separadas por setores da economia, foi verificado que a Tangibilidade não influenciou o desempenho econômico superior das firmas em nenhum setor, pois todos os coeficientes das variáveis de interação entre a tangibilidade e os setores apresentaram valores estatisticamente não significativos (Tabela 2). Estes resultados sugeriram a rejeição da hipótese H_4 da pesquisa, pois, além da Tangibilidade não influenciar significativamente no desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto não houve diferenças significativas da influência da tangibilidade no desempenho econômico superior das empresas entre os diversos setores da economia.

Esperava-se que houvesse influência negativa da tangibilidade no desempenho econômico superior das firmas (TITMAN, WESSELS; 1988; SILVA, VALLE, 2008) bem como que tal influência fosse diferenciada por setor, no argumento de que os indicadores de tangibilidade estariam relacionados com o nível de endividamento das empresas nos setores (CARVALHO, 2008; SILVA, VALLE, 2008).

Considerando os resultados das regressões múltiplas de dados em painel, pode-se afirmar que a tangibilidade de ativos não influenciou o desempenho econômico superior das empresas da amostra em sua totalidade tampouco foi influente no desempenho econômico das firmas quando separadas por setores da economia. Tais resultados não validaram as afirmativas de que recursos tangíveis estariam relacionados com variações de desempenho econômico das empresas, contrapondo os estudos que sugeriram relação de causa e efeito entre a tangibilidade e desempenho econômico (GAVA, PROCIANOY, 2006; MARCELINO et al, 2006; LUCCHESI, FAMÁ, 2007; BHANA, 2008; SURESH et al., 2010).

Uma possível explicação para a não influência da tangibilidade de recursos das empresas da amostra no desempenho econômico superior das firmas pode ser a suposição que os recursos tangíveis das empresas não serem apropriados às demandas colocadas pelo mercado, sendo assim, passíveis ou omissos em gerar resultado econômico para as firmas (BARNEY 1991; PETERAF, 1993). Supõe-se ainda que a tangibilidade de recursos não atendeu às condições destacadas por Peteraf (1993) – heterogeneidade, mobilidade imperfeita, limites ex ante e ex post a competição – para geração de valor às firmas, sendo assim recursos não estratégicos, heterogêneos e imóveis. Tais fatores limitariam a sua capacidade de proporcionar desempenho econômico superior às firmas bem como aos setores de atuação das empresas na economia.

Comparando-se os resultados encontrados a estudos correlatos, os achados são opostos ao trabalho de Carvalho (2009), que encontrou relação estatisticamente significativa entre a tangibilidade e desempenho das firmas e também diferente no sentido de que a tangibilidade

influenciou os indicadores de desempenho das empresas de forma diferenciada nos diversos setores da economia.

5. Conclusão

O objetivo principal da pesquisa foi investigar os efeitos da tangibilidade e intangibilidade de recursos no desempenho econômico e superior das companhias brasileiras de capital aberto, sob a perspectiva da Visão Baseada em Recursos (VBR). Os resultados gerais da pesquisa revelaram que a intangibilidade de recursos proporcionou desempenho econômico superior para as firmas brasileiras de capital aberto, tanto individualmente como quando separadas por setores da economia. Por outro lado, não foi possível afirmar que a tangibilidade de recursos proporcionasse desempenho econômico superior às empresas brasileiras de capital aberto, quando se analisam todas as firmas da amostra, bem como nos agrupamentos setoriais.

Pode-se concluir que os resultados da pesquisa convergiram para o pensamento da VBR de que os recursos intangíveis, em agrupamentos setoriais, distinguem as empresas em termos de desempenho. Confirmou-se assim o efeito setor como fator de heterogeneidade de desempenho das firmas. A intangibilidade de ativos proporcionou vantagem competitiva (aumentos na variável de desempenho econômico). A tangibilidade de ativos não teve influência no VEE das firmas da amostra. Conclui-se então que os efeitos da intangibilidade no desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto diferem entre os diversos setores da economia.

Nos modelos de regressão de dados em painel, o conjunto das variáveis Intangibilidade, Endividamento, Interação Intangibilidade e Endividamento, Interação Intangibilidade e Risco e Variável de Intangibilidade acima da média setorial e variáveis de interação da Intangibilidade com os setores conseguiram explicar 50,87 % da variação do VEE. Para os dados da Tangibilidade, apesar de apresentar coeficiente não significativo para a tangibilidade de ativos, o conjunto das outras variáveis Tamanho, Endividamento e Variável de Tangibilidade acima da média setorial conseguiram explicar 34,69 % da variação do VEE das firmas brasileiras.

Como limitação da pesquisa observou-se o problema da baixa liquidez do mercado acionário brasileiro. Ao se utilizarem informações tais como o valor de mercado das firmas, a baixa liquidez pode provocar distorções nos resultados, dificultando as interpretações. Outra limitação referiu-se a não padronização das normas contábeis. A falta de critérios uniformes de contabilização e apresentação nas demonstrações contábeis de itens que poderiam ser proxies para cálculos alternativos de intangibilidade de ativos, tais como marcas e patentes, pesquisa e desenvolvimento, intangíveis, dentre outros, presentes nas normas contábeis de outros países, levaram a opção pelos métodos de mensuração de intangibilidade e tangibilidade utilizados no trabalho. Os critérios adotados para cálculo da variável dependente da pesquisa podem apresentar alguma limitação por se usarem valores estimados para todas as firmas da amostra. O Valor Econômico Específico da firma se baseou no EVA[®] que, por sua vez, usou estimções de indicadores de mercado para cálculo do custo de capital próprio.

Os resultados encontrados na pesquisa empírica trazem implicações acadêmicas e gerenciais. No aspecto acadêmico, corroborou-se a idéia da RBV que os recursos (intangibilidade) são distribuídos de forma heterogênea entre as firmas e recursos que são específicos, raros, de difícil imitação é que têm o potencial para promover o desempenho econômico superior às empresas. Sugere-se que novas pesquisas com outros indicadores para medição de recursos internos das firmas bem como variáveis exógenas, tais como posicionamento e localização estratégica das empresas e seus efeitos no desempenho econômico superior das empresas brasileiras para corroborar ou refutar tais achados.

Do ponto de vista gerencial, os resultados podem servir para nortear os gestores das empresas nas decisões de investimentos e na gestão de recursos. Foram levantados indícios de que os recursos intangíveis podem aumentar o desempenho econômico das firmas. Assim, sugere-se que a gestão das empresas deve levar em conta as particularidades específicas e estratégicas dos recursos. Desta forma, entende-se que novas investigações precisam ser realizadas para confirmação destes resultados, tais como a verificação da relação entre o desempenho econômico e as empresas intangível-intensivas e as empresas tangível-intensivas. Supõe-se que o entendimento da tangibilidade e intangibilidade de ativos como recursos estratégicos favorece o planejamento, controle e apoio a decisões empresariais.

Propõem-se ainda estudos das causas da variabilidade do desempenho econômico das empresas brasileiras utilizando outras medidas de desempenho bem como outras medidas de tangibilidade e intangibilidade de recursos.

6. Referências

AMIT, R.; SCHOEMAKER, P. J. Strategic assets and organizational rent. **Strategic Management Journal**, New York, v.14, n. 1, 33-46, Jan. 1993.

ANTUNES, M. A.; PROCIANOY, J. L. Os efeitos das decisões de investimentos das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. **Revista de Administração da USP - RAUSP**, São Paulo, v. 38, n. 1, p.5-14, jan./fev./mar. 2003.

BARNEY, J. B. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, v. 17, n.1, p. 99-120, mar. 1991.

BHANA, N. The market reaction to capital expenditure announcements. **Investment Analysts Journal**, n. 68, p. 53-64, 2008.

BHARADWAJ, S. G.; VARADARAJAN, P. R; FAHY, J. Sustainable competitive advantage in service industries: a conceptual model and research propositions. **Journal of Marketing**, Stillwater, v. 57, n.1, p. 83-99, feb. 1993.

BIANCHI, P., LABORY, S. **The economic importance of intangible assets**. Burlington (England): Ashgate Publish Company, 2004. 202 p.

BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. A Heterogeneidade do Desempenho, suas Causas e o Conceito de Vantagem Competitiva: Proposta de uma Métrica. **Revista de Administração Contemporânea – RAC**. Edição Especial, p.107-129, 2004.

CARMELI, A.; TISHLER, A. The relationships between intangible organizational elements and organizational performance. **Strategic Management Journal**, v. 25, n. 13, p. 1257-1278, dec. 2004.

CARVALHO, F. de M. **Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho superior e persistente de firmas brasileiras**. 2009. 119 f. Tese (Doutorado em Administração) Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2009.

CAVES, R. E.; PORTER, M. E. From entry barriers to mobility barriers: conjectural decisions and contrived deterrence to new competition. **Quarterly Journal of Economics**, v. 91, n. 2, p. 241-261, May. 1977.

COHEN, J. A. **Intangible assets: valuation and economic benefit**. New York (EUA): Jhon Wiley & Sons Inc., 2005. 162 p.

COLAUTO, D. C.; NASCIMENTO, P. S.; AVELINO, B. C.; BISPO, O. N. A. Evidenciação de ativos intangíveis não adquiridos nos relatórios da administração das companhias listadas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 20, n. 1, p. 142-169, 2009.

COUTO, P. B. **Ativos intangíveis e o desempenho econômico das empresas do novo mercado**. 2009. 134 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). UFMG. Belo Horizonte, 2009.

ENSSLIN, S. R.; COUTINHO, I. G.; REINA, D.; ROVER, S.; RITA, C. Grau de intangibilidade e retorno sobre investimentos: um estudo entre as 60 maiores empresas do índice Bovespa. **Ciências Sociais em Perspectiva** (Impresso), v. 8, p. 101-118, 2009.

ENSSLIN, S. R.; CARVALHO, F. N. Voluntary disclosure of intellectual capital in the brazilian context: an investigation informed by the international context. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, v. 4, n. 4/5, p. 478-500, 2007.

GAVA, A. M. ; PROCIANOY, J. L. Decisões de financiamento da empresa: um estudo de evento do seu impacto no mercado de capitais a partir de sua efetivação. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 6., 2006, Vitória. **Anais...** Vitória: Sociedade Brasileira de Finanças, 2006. CD ROM.

GONÇALVES, A. R.; QUINTELA, R. H. Contribuição dos fatores internos e externos para o desempenho das empresas brasileiras e sua evolução na última década. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005. CD ROM.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, 840 p.

HALL, R. H. **Organizations: structure and processes**. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall, 1982, 356 p.

HAWAWINI, G.; SUBRAMANIAN, V.; VERDIN, P. Is performance driven by industry – or firm – specific factors? A new look at the evidence. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 24, n.1, p.1-16, 2003.

HITCHNER, J. R. **Financial valuation: application and models**. 2. ed. New York (EUA): Jhon Wiley & Sons Inc., 2006, 1336 p.

KAYO, E. K.; KIMURA, H.; MARTIN, D. M. L.; NAKAMURA, W. T. Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. **Revista de Administração Contemporânea – RAC**, v. 10, n. 3, p. 73-90, jul./set. 2006.

KAYO, E. K.; FAMÁ, R. A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n.2, p. 164-176, 2004.

LEV, B. **Intangibles: management, measurement, and reporting**. Washington: Brookings Institution Press, 2001, 216 p.

LUCCHESI, E.P.; FAMÁ, R. O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003. **Revista de Administração da USP - RAUSP**, São Paulo, v.42, n.2, p.249-260, abr./maio/jun. 2007.

LYRA, R.; OLINQUEVITCH, J. Análise do conteúdo informacional dos investimentos em ativos imobilizados: um estudo de eventos em empresas negociadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil - RUC**, Blumenau, v. 3, n. 2, p. 39-53, mai./ago. 2007.

MARCELINO, A. P. F.; MATSUSHITA, A. K.; HATIMINE, R.; SILVEIRA, A. D. M.. O Impacto das Decisões de Investimento das Empresas sobre o Valor de Mercado das suas ações. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO - SEMEAD, 9, 2006, São Paulo. **Anais...**São Paulo, 2006. CD ROM.

MAURI, A.J.; MICHAELS, M.P. Firm and industry effects within strategic management: an empirical examination. **Strategic Management Journal**, n. 19, p. 211-219, 1998.

MORAES, E. A. de. **Análise da decomposição do desempenho de empresas brasileiras utilizando modelos lineares mistos e de componentes de variância**. 201 f. 2005. Tese (Doutorado em Administração) Fundação Getúlio Vargas, São Paulo: 2005.

NELSON, R. R. Why do firms differ, and how does it matter? **Strategic Management Journal**, v. 12, p. 61-74, 1991.

OLSEN, M., ZHAO, J., PIZAM, A. **Handbook of hospitality strategic management**. First Edxition. New York (EUA): Elservier, 2008. 488 p.

OMAKI, E.T. Recursos intangíveis e desempenho em grandes empresas brasileiras: avaliações dos recursos intangíveis como estimador de medidas de desempenho financeiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005. CD ROM.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, n. 40, p. 7-24, jan./abr. 2006.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v.37, n.3, p.33-46, 2002.

PEROBELLI, F. F. C.; SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; ROCHA, F. D. Investigação dos fatores determinantes da estrutura de capital e da governança corporativa: um enfoque abordando a questão da endogeneidade. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005, Cd Rom.

PETERAF, M.A. The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view. **Strategic Management Journal**, v. 14, n.3, p. 179-191, mar. 1993.

RUMELT, R. P. How much does industry matter? **Strategic Management Journal**, v. 12, n. 3, p. 167-185, 1991.

SCHMALENSEE, R. Do markets differ much? **American Economic Review**, n. 75, p. 341-351, jun. 1985.

SCHOEMAKER, P. J. How to link strategic vision to core capabilities. **Sloan Management Review**. v. 34, p.67-81, Fall, 1992.

SILVA, A. de F.; VALLE, M. R. do. Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. **Revista de Administração Contemporânea - RAC**, Curitiba, v. 12, n. 1, p. 201-229, Jan./Mar. 2008

SPITZER, D. R. **Transforming performance measurement**: Rethinking the way we measure and drive organizational success. New York, AMACON, 2007, 288 p.

SURESH, S.; THENMOZHI, M.; VIJAYARAGHAVAN, P. **Stock market reaction to corporate strategic decisions**. 2010. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=873987, Acesso em 10/08/2010.

TEH, C. C.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Marcas, patentes e criação de valor. **Revista de Administração Makenzie**, v. 9, n.1, p. 86-106, 2008.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n.1, p.1-19, 1988.

VILLALONGA, B. Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 54, n. 2, p. 205-230, jun. 2004.

WERNERFELT, B. A resource-based view of the firm. **Strategic Management Journal**, v.5(2), p. 171-179, abr-jun, 1984.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. São Paulo: Thomson, 2006. 708 p.