
O EFEITO MODERADOR DO DINAMISMO DO MERCADO DE PRODUTOS NA RELAÇÃO ENTRE VANTAGEM COMPETITIVA E O DESEMPENHO OPERACIONAL DA FIRMA

Luiz Cláudio Louzada ¹
Márcio Augusto Gonçalves ²
Vagner Antônio Marques ³

• Artigo recebido em: 01/03/2019 • Artigo aceito em: 24/06/2019 •• Segunda versão aceita em: 12/07/2019

RESUMO

Este artigo investigou a relação entre a vantagem competitiva e a composição patrimonial da firma, com base em métricas contidas na estrutura das demonstrações contábeis, a partir de origem endógena (composição patrimonial da firma) ou exógena (grau de dinamismo do setor). Adicionalmente, verificou-se se as características exógenas moderam a relação entre características endógenas e o desempenho operacional da firma. A amostra utilizada no estudo foi composta por 481 empresas com dados trimestrais do período de 1998 a 2016, extraídos do banco de dados da Economatica[®]. Como técnica de análise utilizou-se a abordagem de modelos hierárquicos com medidas repetidas que envolvem regressões em série aninhadas, estimadas por máxima verossimilhança. Os resultados sugerem que os recursos idiossincráticos, capturados pelos modelos de mensuração contábil, da firma têm maior capacidade de explicação do desempenho operacional, quando comparados a características do ambiente no qual ela se insere. Verificou-se ainda que os recursos idiossincráticos da firma, capturados pelos modelos de mensuração contábil, são sensíveis às características exógenas à firma. A moderação do grau de dinamismo do setor inverte a relação entre os recursos idiossincráticos da firma com o desempenho operacional.

Palavras-chave: vantagem competitiva; decomposição do desempenho operacional; dinamismo ambiental; estrutura-conduta-desempenho; teoria dos recursos.

¹ Doutor em Administração (Finanças) e Mestre em Ciências Contábeis pela FUCAPE/ES. Professor do PPGCon - Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo. Av. Fernando Ferrari, 514, CEP:29.075-910 - Goiabeiras – Vitória/ES, (27) 981483939. e-mail: louzadalvi@yahoo.com.br.

² Doutor em Finance, Accounting and Law – Aston University, UK. Professor Adjunto da UFMG – Departamento de Ciências Administrativas. Av. Antônio Carlos, 6627 – Prédio FACE – Bloco 01 - 4º andar, Sala 4098. Pampulha – 31.270-901 – Belo Horizonte, MG – Brasil. Telefone: (31) 9722 0246 – e-mail: marciouk@yahoo.com.br.

³ Doutor em Administração (Finanças) e Mestre em Ciências Contábeis pela UFMG. Professor e Coordenador do PPGCon - Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo. Av. Fernando Ferrari, 514, CEP:29.075-910 - Goiabeiras – Vitória/ES, (27) 4009-7700. e-mail: vagner.marques@ufes.br.

THE MODERATING EFFECT OF PRODUCT MARKET DYNAMICS ON THE RELATIONSHIP BETWEEN COMPETITIVE ADVANTAGE AND FIRM'S OPERATIONAL PERFORMANCE

ABSTRACT

This paper investigates the relationship between competitive advantage and firm's equity composition, based on metrics contained at the financial statement structure and operational performance considering endogenous origin (firm's equity composition) or exogenous origin (sector's dynamism degree). Furthermore, it verifies the exogenous characteristics that moderate the relationship between endogenous characteristics and firm's operational performance. The study sample consists of 481 companies with quarterly data from 1998 to 2016, extracted from Economatica® database. The applied technique is a hierarchical model approach with repeated measures involving nested series regressions analysis, estimated by maximum likelihood. The results suggest that the idiosyncratic resources captured by the firm's accounting measurement models have a greater capability to explain operational performance when compared to the characteristics of the environment in which it operates. It was also verified that the idiosyncratic resources of the firm, captured by the accounting measurement models, are sensitive to the characteristics exogenous to the firm. The moderation of sector's degree of dynamism reverses the relationship between the firm's idiosyncratic resources and operational performance.

Keywords: Competitive Advantage; Operational performance composition; Environmental dynamism; Structure-conduct-performance; Theory of resources.

EL EFECTO MODERADOR DEL DINAMISMO DEL MERCADO DE PRODUCTOS EN LA RELACIÓN ENTRE LA VENTAJA COMPETITIVA Y EL RENDIMIENTO OPERATIVO DE LA FIRMA

RESUMEN

Esta investigación ha estudiado la relación entre la ventaja competitiva y la composición de capital de la empresa, asentada en métricas contenidas en la estructura de estados financieros, desde el origen endógeno (estructura de capital de la empresa) o exógena (nivel de dinamismo del sector). Adicionalmente, se ha verificado si las características exógenas moderan la relación entre las características endógenas y el desempeño operacional de la empresa. La muestra utilizada en el estudio fue compuesta por 481 empresas con datos trimestrales del período 1998 a 2016, extraídos de la base de datos Economatica®. El análisis fue hecho a partir de modelo jerárquico con medidas repetidas que implican regresiones de series anidadas y estimadas por máxima verosimilitud. Los resultados sugieren que los recursos idiosincrásicos capturados por los modelos de medición contable de la empresa tienen una mayor capacidad para explicar el desempeño operacional en comparación con las características del entorno en el que opera. También se verificó que los recursos

idiosincrásicos de la empresa, capturados por los modelos de medición contable, son sensibles a las características exógenas de la empresa. La moderación del nivel de dinamismo de la industria revierte la relación entre los recursos idiosincrásicos de la empresa y el desempeño operativo.

Palabras clave: ventaja competitiva; descomposición del desempeño operacional; dinamismo ambiental; estructura-conducta-desempenho; Teoría del recurso.

1 INTRODUÇÃO

Os estudos empíricos que se baseiam na observação de variáveis do desempenho para medir a competitividade da firma, definem a vantagem competitiva como um construto precedente lógico do desempenho (Wiggins & Ruefli, 2002; Powell, 2003). A análise do desempenho permite identificar os determinantes de sua formação e tendências que são derivados da capacidade do gestor em fazer escolhas no contexto da firma em condições de conflitos e incertezas (Rumelt, 1984; Rumelt, Schendel & Teece, 1991).

As firmas em ambientes dinâmicos sofrem maior pressão para revisões da estratégia, uma vez que a formulação prevê o desenvolvimento de um modelo de previsão de futuro (Andrews, 1996). Nesta lógica, a incerteza é a variável mais comumente citada para caracterizar o ambiente onde a firma se insere. Portanto, é razoável esperar que as firmas façam escolhas estratégicas na tentativa de minimizar os efeitos da incerteza do ambiente onde está inserida (Duncan, 1972; Li & Simerly, 2000).

A origem da vantagem competitiva, em especial de suas fontes, endógenas ou exógenas, fundamenta-se em argumentos teóricos no contexto da organização industrial e na Teoria dos Recursos. Assim, em uma dimensão endógena, pode ser configurada como recursos à disposição da firma. E, numa dimensão exógena, investiga os efeitos que características ambientais, como o nível de imprevisibilidade de uma indústria, causam no desempenho da firma.

Os estudos no contexto da organização industrial buscam relacionar o desempenho da firma com variáveis dependentes das características do ambiente ao qual a firma está exposta (Porter, 1983) e argumenta que a estrutura da indústria determina a conduta da firma, cujo conjunto de escolhas tem efeito no desempenho da firma em sua indústria. O desempenho é definido, como uma dimensão da rentabilidade, cuja origem está na eficiência da firma. Portanto, a conduta consiste na escolha da firma para o uso dos seus recursos.

A teoria dos recursos está fundamentada em duas generalizações empíricas e dois postulados. As generalizações empíricas afirmam que: (i) é esperado que existam diferenças entre os recursos existentes nas firmas de forma sistemática; e (ii) a forma com que as empresas controlam seus recursos também são distintos, sendo tais diferenças relativamente estáveis. Por sua vez, os postulados declaram que: (i) as diferenças no uso dos recursos provocam diferença no desempenho das firmas; e (ii) as firmas buscam maximização do seu desempenho (Penrose, 1959; Foss, 1996).

Portanto, é razoável assumir que a estratégia competitiva da firma influencia a natureza e a composição patrimonial da firma e essa sofre influência

das características do ambiente onde a firma se insere. Portanto, é esperado que recursos da firma (endógenos) e do setor onde a firma se insere (exógenos) afetam a formação do desempenho.

Esta pesquisa utiliza informações contidas nas demonstrações contábeis para investigar a origem da vantagem competitiva, com base em recursos idiossincráticos da firma. E adicionalmente, investiga o efeito moderador que as variáveis exógenas exercem sobre a relação entre recursos com o desempenho operacional da firma, com o propósito de responder às seguintes questões de pesquisa: Qual o efeito moderador que o grau de dinamismo da indústria provoca na relação entre os recursos (composição patrimonial) e o desempenho operacional da firma? Quando investigadas a partir de *proxies* contidas nas demonstrações contábeis.

Este artigo tem como objetivo geral investigar como o grau de dinamismo da indústria modera a relação entre variáveis endógenas e desempenho operacional. Sendo definidos os seguintes objetivos específicos: (i) verificar se o desempenho operacional tem maior influência de fatores endógenos ou exógenos à firma; e (ii) como a relação entre os recursos patrimoniais e o desempenho operacional da firma é moderado pelo grau de dinamismo da indústria.

Os resultados deste estudo sugerem que os recursos idiossincráticos da firma têm maior capacidade de explicação do desempenho operacional, quando comparados a características do ambiente no qual a firma se insere; a relação entre recursos idiossincráticos da firma, capturados pelos modelos de mensuração contábil, são sensíveis às características exógenas à firma. A moderação do grau de dinamismo do setor inverte a relação entre os recursos idiossincráticos da firma com o desempenho operacional.

Os resultados deste estudo são consistentes com as abordagens de origem da vantagem competitiva que se fundamentam na teoria dos recursos e no campo da organização industrial, mas sugerem que os fatores exógenos e endógenos para a formação do desempenho da firma devem sempre ser analisados em conjunto.

Esta pesquisa está organizada em cinco seções, iniciada uma breve introdução. Na próxima seção apresenta-se os fundamentos teóricos utilizados para suportar a pesquisa. Na seção 3 são fundamentadas e enunciadas as hipóteses de pesquisa. Na seção 4 são descritos o método adotado na fase empírica, e finalmente, na seção 5 são apresentadas as análises e resultados. Na última seção, apresentam-se as considerações, sugestões para futuros estudos e as limitações da pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Vantagem competitiva e organização industrial

A Teoria da Organização Industrial é formada por um aparato analítico essencial para a percepção das relações entre a firma e seu ambiente, cujo foco está nas influências que a estrutura e condições das indústrias causa nas organizações (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2006; Scherer & Ross, 1990).

Estudos no contexto da microeconomia, como o modelo da Estrutura-Condução-Desempenho (Scherer & Ross, 1990) tem como principal questão a

avaliação de desempenho de um determinado mercado frente ao desempenho esperado de uma situação ideal de concorrência perfeita, ou seja, procura avaliar em que medida as imperfeições do mecanismo de mercado limitam a sua capacidade de atender às aspirações e às demandas por bens e serviços (Azevedo, 2002; Besanko et al., 2006).

Tal abordagem supõe que o desempenho econômico da firma é o resultado de seu comportamento concorrencial em termos de fixação de preços e custos e esse comportamento depende da estrutura da indústria na qual as firmas estão inseridas. E estabelece que:

- O **desempenho** é consequência das condutas ou comportamentos dos vendedores e compradores das práticas e políticas de determinação de preços, tais como, cooperação tácita entre firmas, linha de produtos e estratégias de divulgação, pesquisa e desenvolvimento, investimentos em técnicas de produção, táticas legais e assim por diante;
- A **conduta** ou **comportamento** depende da estrutura predominante na indústria, caracterizada pela distribuição por número e tamanho dos ofertantes e demandantes (concentração), pela presença ou ausência de barreiras de entrada de novas firmas, pelas formas das curvas de custo, pelo grau de integração vertical das firmas, e outros; e
- A **estrutura de mercado** é influenciada por características básicas que atuam tanto pelo lado da oferta quanto da demanda. Pelo lado da oferta são, por exemplo, localização da matéria-prima, grau de tecnologia, durabilidade do produto, relação valor/peso e atitudes nos negócios. Os fatores básicos da demanda são, dentre outros, elasticidade-preço da demanda, bens substitutos, taxa de crescimento da demanda, caráter cíclico e sazonal, métodos de compra e tipos diferentes de comercialização.

A estrutura industrial é definida como dimensões econômicas e técnicas, relativamente estáveis que determinam o contexto no qual se dá a concorrência (Porter, 1983; Caves, 1984). Por consequência, tem efeitos na composição patrimonial da firma, abrindo novas possibilidades para pesquisas que investiguem os efeitos moderadores das características exógenas na relação entre estrutura patrimonial e desempenho da firma. Assim, a conduta da firma pode ser vista como as dimensões econômicas e técnicas das estratégias adotadas pelas firmas (Bain, 1964), considerada como efeitos da gestão sobre a escolha e uso dos ativos (recursos à disposição da firma).

2.2. Vantagem competitiva e os limites criação/mensuração do valor/lucro

A definição da criação de valor e sua relação com a vantagem competitiva consiste no intervalo entre o custo de oportunidade dos fornecedores e a fronteira da disposição a pagar pelo cliente. Assim, a evidenciação da vantagem competitiva dependerá do contexto em que a firma se insere e da forma como se relaciona em sua cadeia vertical. Em suas interações com fornecedores e clientes, a firma pode criar valor e expandir as fronteiras da disposição a pagar e o custo de oportunidade (Brandemburger & Stuart, 1996; Coff, 1999, 2010), gerando efeitos na estrutura de resultados da firma.

Nas fronteiras da criação de valor está a capacidade de desenvolvimento de recursos e de superação dos concorrentes. Nas interfaces com parceiros econômicos e *stakeholders*, a criação de valor traz diferentes implicações para o desempenho operacional da firma (Bowman; Ambrosini, 2000; Misangyi *et al.*, 2006; BRITO, 2011). A relação entre tais conceitos está ilustrada na Figura 1.

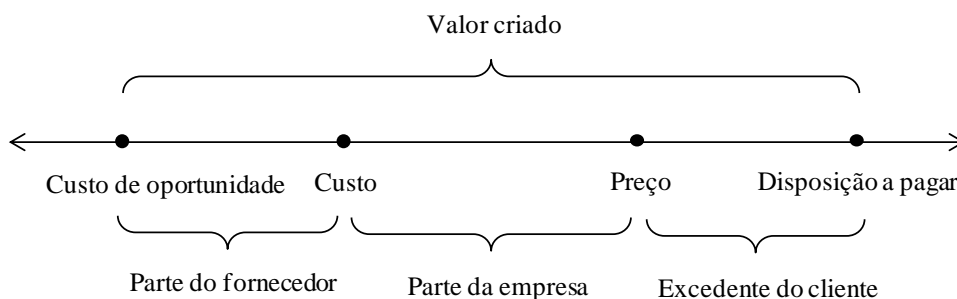


Figura 1: Valor criado versus valor apropriado

Fonte: adaptado de Brandenburger & Stuart (1996)

O valor criado pela firma diferencia-se do valor por ela apropriado, ou seja, o valor criado é definido pelo custo de oportunidade e a disposição a pagar; enquanto o valor apropriado pela firma é restringido pela definição do preço e os custos incorridos para a geração do produto ou serviço. Assim, a parcela apropriada pela firma pode ser materializada nas métricas do desempenho operacional que, segundo Brandenburger & Stuart (1996) e COFF, 1999, consiste numa evidenciação mais objetiva da criação de valor.

O excedente do cliente ou valor capturado pelo cliente surge da diferença entre a disposição a pagar pelo cliente e o preço definido pela firma (Bowman & Ambrosini, 2000). Gerando maior excedente para o consumidor, a firma terá como possibilidades: (i) explorar a assimetria entre os seus produtos em sua indústria, buscando a possibilidade de cobrar um “preço prêmio” (Newbert, 2008), política que resultará em maiores margens, como uma estratégia de geração de valor; ou (ii) a firma poderá decidir por manter a paridade de preços com seus concorrentes, obtendo a preferência dos compradores e expandindo sua participação no mercado. Dessa forma, o excedente para o consumidor pode ser ou não apropriado pela firma (Chatain, 2011).

No processo de barganha com parceiros são definidos os valores apropriados por fornecedores, gestores e demais partes relacionadas, o que tem efeito na parte do valor apropriado pela firma (Coff, 1999; Blyler & Coff, 2003). Assim, cada participante é capaz de se apropriar de todo o valor constituído no processo. A apropriação do valor é norteadada pelo comportamento esperado do gestor que, em tese, tem a propensão de buscar pelo incremento da renda e, também, por interesses na construção e na manutenção de parcerias e alianças que constituem importantes fatores para a manutenção do desempenho da firma (Coff, 2010).

Portanto, a diferença entre preço e custo (Figura 1) define a apropriação de valor evidenciado no desempenho operacional da firma. A forma como estão dispostos os ativos financeiros, operacionais e de estrutura, e sua representatividade relativa nos ativos totais da firma, são variáveis formadas por escolhas dos gestores, mas que se configuram como variáveis endógenas para a explicação do desempenho operacional da firma.

Seguindo essa lógica, a vantagem competitiva tende a ser o resultado da capacidade da firma de organizar e realizar as suas atividades, a fim de obter custos menores que os seus concorrentes próximos ou de ser capaz de gerar um valor diferenciado para os compradores e ambos afetam o desempenho da firma (McGahan & Porter, 1997). Dado que o balanço patrimonial tem a capacidade de mensurar o efeito das atividades operacionais da firma (existência e uso de seus recursos) e o efeito do desenvolvimento destas atividades e do uso dos recursos é refletido em seu desempenho (parcela do valor gerado apropriado pela firma), então é sugerido o uso de *proxies* contábeis para a origem endógena da vantagem competitiva e seus reflexos no desempenho da firma.

Portanto, é razoável esperar que as decisões tomadas na firma possam ser observadas nas informações contidas nas demonstrações contábeis, por meio de eventos e fatos que evidenciam as alterações ocorridas na estrutura patrimonial e de seus resultados no decorrer do tempo e, assim, evidenciam os efeitos econômicos da firma (Rutherford, 2013). Nesse contexto, a firma pode ser compreendida como uma unidade tomadora de decisões econômicas voltadas para a realização do lucro por meio da exploração de seus recursos no contexto da indústria.

De acordo com o modelo da vantagem competitiva baseado no paradigma da Estrutura-Condução-Desempenho da organização industrial, a indústria em que a firma escolhe para competir tem maior influência em seu desempenho do que as escolhas que os gestores fazem dentro delas. O desempenho da firma é determinado principalmente por fatores econômicos e específicos da indústria em que a firma se insere (Porter, 1981; 1986; Gjerde, Knivsfliä & Sæaettem, 2010), enquanto o modelo da vantagem competitiva baseado na teoria dos recursos assume que cada firma é uma "coleção de recursos" e capacidades, os quais fornecem a base para a estratégia competitiva, sendo a principal fonte do desempenho da firma (Coff, 1999 e Barney, 1991).

Conclusivamente, o desempenho econômico é determinado pelo conjunto de estratégias que define a conduta das firmas. Cada firma tem a possibilidade de desenvolver estratégias com a finalidade de ganhar participação no mercado, no entanto, cada estratégia tem um impacto distinto sobre o desempenho (Hawawini, Subramanian & Verdin, 2003).

Assim, torna-se relevante investigar se a origem do desempenho da firma tem maior influência das suas características idiossincráticas ou de características exógenas a firmas originadas das características ambientais em que a firma se insere. E, ainda, verificar o efeito moderador que as características da indústria exercem na relação entre recursos com o desempenho operacional da firma, a partir de dados contidos nas demonstrações contábeis.

2.3. Índice de dinamismo ambiental

A partir do conceito de ambiente contido nos estudos das organizações, com base nas teorias de sistemas no final da década de 1950, as firmas são concebidas como parte de um sistema, inseridas em um ambiente mais amplo do qual dependem e buscam satisfazer às suas necessidades (Tung, 1979; Morgan, 1996).

Esse ambiente, no qual a organização está inserida, influencia a formulação e a implantação da estratégia. De acordo com Andrews (1996), as firmas em ambientes dinâmicos sofrem maior pressão para as revisões de estratégias, uma vez que a sua formulação prevê o desenvolvimento de um modelo de previsão do futuro. Nessa lógica, a incerteza é a variável mais comumente citada para caracterizar o ambiente externo da firma. Assim, espera-se que as firmas façam escolhas estratégicas na tentativa de minimizar os efeitos da incerteza na estrutura da indústria em que se inserem (Duncan, 1972 e Li & Simerly, 2002).

De acordo com Duncan (1972) e Dess e Beard (1984), o setor de atividade onde a firma se insere, pode ser compreendido e mensurado a partir de três dimensões principais, que são: (i) munificência do ambiente que está relacionada ao grau de abundância ou escassez dos recursos críticos necessários à operação da firma capazes de garantir a possibilidade de crescimento sustentável; (ii) complexidade do ambiente está relacionada ao grau de conhecimento necessário do ambiente para a compreensão do trabalho a ser desenvolvido pela firma, no contexto da tomada de decisões. Definido como a amplitude ou o grau de heterogeneidade das atividades relevantes que precisam ser desenvolvidas; (iii) dinamismo ambiental relaciona-se ao grau de imprevisibilidade das mudanças no ambiente no qual as firmas competem; consiste no grau de mudança que caracteriza as atividades do ambiente relevantes para as operações da firma.

O dinamismo do ambiente pode ser entendido como uma função que evidencia quanto e quão rapidamente as forças em ambientes gerais e específicos modificam-se com o passar do tempo, aumentando a incerteza no ambiente em que a firma se insere. Um ambiente é estável, se as forças afetam o fornecimento de recursos de forma previsível. Em um ambiente dinâmico, uma organização não pode prever a maneira como as forças mudarão com o passar do tempo. O aumento da dinâmica ambiental torna sua previsibilidade e o controle do desempenho mais complexos (Castrogiovanni, 1991 e Dreyer & Grønhaug, 2004).

O conceito de dinamismo ambiental, utilizado baseia-se nos estudos de Dess & Beard (1984), Li & Simerly (2002) e Pereira Filho & Louvet (2011), é calculado a partir de uma regressão da variável vendas ao longo do tempo. Assim, a proxy do dinamismo ambiental corresponde ao erro padrão do coeficiente da reta de regressão entre a variável dependente venda e a variável independente no tempo, dividido pelo valor médio das vendas da indústria para produzir uma medida padronizada. Assim, tem-se:

$$Y_{Rec} = \beta_0 + \beta_1 t + u_t \quad (1)$$

sendo:

Y_{Rec} : montante de vendas do setor;
 t : tempo por trimestre; e
 u : termo de resíduo.

O erro padrão pode ser calculado

$$SQR(\beta_1) = s \sqrt{\frac{1}{\sum x_1^2 - T\bar{x}^2}} \quad (2)$$

sendo:

$SQR(\beta_1)$: erro padrão (erro padrão do coeficiente angular);

s : estimativa da variância do termo de perturbação; é o erro padrão da regressão ou da estimação;

x : variável independente;

\bar{x} : média da variável independente;

T : representa o tamanho da amostra.

A imprevisibilidade do setor é medida pelo índice de dinamismo ambiental que evidencia quanto e quão rapidamente as forças ambientais modificam-se com o passar do tempo, aumentando a incerteza no ambiente em que a firma se insere. Um ambiente será estável se as forças afetarem o fornecimento de recursos de forma previsível. Assim, quanto mais dinâmico o ambiente, maior será a dificuldade de uma firma em prever de como as forças se modificarão ao longo do tempo, tornando a previsibilidade e os controles das firmas mais complexos (Castrogiovanni, 1991; Dreyer & Grønhaug, 2004).

Para os propósitos deste artigo, adota-se a definição de dinamismo ambiental de Duncan (1972), que consiste no grau de mudança dos elementos ambientais levados em conta na tomada de decisão. A velocidade ou a volatilidade (taxa de mudança) e a imprevisibilidade (incerteza) da mudança são duas características normalmente associadas à origem do dinamismo ambiental (Anand & Ward, 2004).

A perspectiva de análise desta pesquisa sustenta-se na premissa da corrente determinista em que a organização se adapta ao ambiente no qual opera. Dill (1958) e Hatch (1997) conceituaram o ambiente onde as firmas atuam como um conjunto de componentes externos de natureza concreta com os quais elas interagem a partir de transações e relações entre fornecedores, clientes, competidores, instituições financeiras e agentes reguladores.

Operando sob tais condições, as firmas são inevitavelmente levadas a adotar estratégias com o objetivo de desenvolver e manter seus recursos (ativos) para competir mais eficazmente em suas indústrias (Simerly & Li, 2000; Keats & Hitt, 2002). Entretanto, o grau de imprevisibilidade pode tornar mais ou menos complexa a relação entre fatores endógenos e exógenos, e a combinação entre eles, para explicar o desempenho da firma e, ainda, pode interferir na relação entre composição de seus ativos financeiros, operacionais e de estrutura, em relação ao desempenho operacional da firma.

As decisões e as escolhas da gestão no contexto da firma terão reflexos na geração de valor e nos efeitos na vantagem competitiva (Harrison, Bosse & Phillips, 2010), podendo ser absorvidas pelas informações contidas no desempenho da firma, evidenciado na estrutura das demonstrações contábeis (Afeef, 2011).

Portanto, a vantagem competitiva pode afetar a participação na indústria e influenciar a estrutura patrimonial, tornando fundamental a agência do gestor que busca a maximização do desempenho da firma, mas, ao mesmo tempo, procura ajustar a função utilidade dos parceiros envolvidos na distribuição do valor gerado (Harrison, Bosse & Phillips, 2010).

3 HIPÓTESES DE PESQUISA

Gestores das firmas são responsáveis por adquirir recursos físicos e financeiros, e utilizá-los para criar valor para os investidores. O valor é criado quando a firma gera retorno sobre o investimento acima do seu custo do capital. Os gestores tendem a definir suas estratégias para atingir esse objetivo e as programam nas atividades de negócio. Assim, tais atividades são influenciadas pelo ambiente econômico e sua própria estratégia de negócio (Healy & Palepu, 1985; McGahan & Porter, 2002; Palepu, 2004). Embora os fatores no nível da firma sejam os que mais contribuem para explicar a variabilidade do desempenho, as características da indústria tendem a ser determinantes relevantes e precisam ser considerados (McGahan & Porter, 1997). Kállas (2014) afirma que os efeitos das indústrias se relacionam com o desempenho da firma de forma mais complexa que possa parecer.

Dado que as escolhas feitas pelos gestores são captadas pelo modelo da contabilidade na estrutura patrimonial na forma de ativos financeiros, operacionais, de estrutura e fonte de captação de recurso, foram adotados subgrupos da composição patrimonial como *proxies* de variáveis endógenas, podendo, assim, explicar o desempenho operacional da firma.

Por outro lado e de forma complementar, as características do ambiente no qual a firma está inserida como níveis diferenciados de concorrência foram adotados como *proxy* de variáveis exógenas para explicar o desempenho operacional da firma, permitindo investigar a seguinte hipótese:

H₁: O desempenho operacional tem sua composição mais explicada por fatores endógenos (características da firma) do que por fatores exógenos (característica do ambiente onde a firma se insere).

Portanto, não há como efetuar qualquer análise sem o prévio conhecimento do ambiente dessa conjunção de fatores ou sem considerar o efeito que o ambiente exerce sobre a firma, assim como não há como analisar balanços sem conhecimento do segmento de negócios, sem conhecimento da firma (e seus gestores) e sem conhecimento do modelo contábil utilizado e suas limitações (Skogsvik & Skogsvik, 2010; Martins, Diniz & Miranda, 2012). Percebe-se forte influência (dependência) do ambiente na compreensão do modelo contábil para explicação desempenho da firma, configurando a seguinte hipótese de investigação:

H₂: O grau de dinamismo da indústria (variáveis exógenas) modera a relação entre composição patrimonial (fontes endógenas de vantagem competitiva) e o desempenho operacional da firma.

4 METODOLOGIA E OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Para investigar como a característica do ambiente (grau de dinamismo) modera a relação entre a composição patrimonial e o desempenho operacional da firma, adotou-se a abordagem de modelos hierárquicos com medidas repetidas, estimadas por máxima verossimilhança com o propósito de estimar a importância relativa do setor e da firma como fonte da vantagem competitiva. A variável atribuída ao setor foi o grau de dinamismo sendo tratada como

moderador nas relações entre composição patrimonial com o desempenho da firma.

O modelo hierárquico é um tipo especial de análise de regressão que considera, simultaneamente, múltiplos níveis de agregação, tornando os erros-padrão, os intervalos de confiança e os testes de hipóteses mais conservadores, isto é, não superestimados (Misangyi, Elms, Greckhamer & Lepine, 2006; Cruz, 2010).

As vantagens do uso dos modelos hierárquicos são identificadas por Raudenbush e Bryk (2002). Segundo esses pesquisadores, o uso desses modelos: (i) possibilita modelar a covariância entre medidas repetidas; (ii) permite identificar curvas de crescimento para cada indivíduo; (iii) deixa identificar a ausência de restrições a medidas repetidas em diferentes intervalos; (iv) permite a inclusão de níveis distintos de influência na variável dependente; e (v) valida o uso do teste F e teste t, mesmo que os dados sejam não balanceados.

Ignorar a existência de hierarquia nos dados que possam evidenciar possível dependência dos níveis mais baixos (firma) em relação aos níveis mais elevados (indústria) inevitavelmente tende a produzir resultados e conclusões enviesadas, gerando uma visão distorcida e fragmentada dos resultados esperados (Nielsen & Nielsen, 2013).

4.1. Amostra e coleta de dados

Foram selecionadas firmas de todos os setores da [B]³ (exceto bancos e fundos, software e dados e setores denominados “outros”) e, em seguida, essas firmas foram agrupadas de acordo com a classificação da *North American Industry Classification System* (NAIC), sendo excluídas das amostras aquelas que não apresentavam pelo menos um dos seguintes dados definidos no modelo.

A amostra foi extraída do banco de dados da Economatica®, referindo-se às firmas que tiveram suas demonstrações contábeis publicadas no período de janeiro de março de 1998 a setembro de 2016, em períodos trimestrais. Após a geração dessas métricas para tratamento das observações extremas da amostra, os *outliers*, foram utilizadas as variáveis *winsorizadas*. Neste trabalho, adotou-se $p=0,01$, ou seja, 2% das variáveis foram considerados extremos, foi gerada a estatística descritiva da amostra, contendo 20.018 observações.

4.2. Variáveis e Modelos

4.2.1 Variáveis Dependentes

O construto desempenho organizacional tem um papel central na literatura de estratégia (Rumelt, Schendel & Teece, 1991) e apresenta diferentes dimensões (Venkatraman e Ramanujam, 1986). Com base em uma análise de artigos publicados no *Strategic Management Journal*, entre 1980 e 2004, identificaram-se três dimensões distintas de desempenho organizacional: retorno contábil, crescimento e mudança no valor de mercado (Combs, Crook & Shook, 2005).

No que se refere à dimensão do desempenho organizacional, Combs, Crook e Shook (2005) recomendaram ROA (*Return on Assets*) e ROS (*Return on Sales*) como indicadores confiáveis. Este estudo acompanhou a proposta desses autores, utilizando uma variante do ROA como em Hough, (2006), Misangyi *et al.*,

(2006); Goldszmidt (2010), excluído o efeito de juros e impostos, denominado retorno operacional sobre os ativos (ROIC), conforme proposto por Simons (1999).

4.2.2 Variáveis Independente

As variáveis independentes endógenas buscam evidenciar a composição dos subgrupos patrimoniais em relação ao total dos ativos da firma, adotados como proxies de recursos inerentes à firma. Entretanto, dada a limitação da capacidade de mensuração do modelo contábil dos recursos da firma, essa métrica restringe-se aos recursos passíveis de serem mensurados pela lógica do modelo contábil. Assim, as variáveis endógenas a firma, composição patrimonial, inseridas no modelo em estudo como proxies de recursos da firma foram: Ativo circulante financeiro (ACF); Ativo circulante operacional (ACO); Ativo realizável a longo prazo (ARLP); Ativo permanente (AP); Passivo circulante financeiro (PCF); Passivo circulante operacional (PCO); Passivo exigível a longo prazo (PELP); e Patrimônio líquido (PL).

A composição patrimonial foi definida a partir da análise vertical. Consiste em classificação por escala para identificar aspectos pertinentes à atividade da firma. E quanto, comparados entre firmas ou ao longo do tempo, a análise vertical das demonstrações identifica aspectos incomuns (Penman, 2010a; Penman, 2010b).

As variáveis independentes exógenas são variáveis que capturam características do setor na qual a firma se insere, o dinamismo do setor (DIN) demonstra as mudanças ocorridas no ambiente onde a firma se insere.

Essa medida corresponde a característica do setor e será inserida no modelo multinível no nível correspondente para capturar o efeito que tais características do ambiente exercem sobre a capacidade de explicação do desempenho da firma. E, adicionalmente, tais variáveis serão utilizadas para investigar o efeito moderador que as características dos setores exercem na relação entre recursos e o desempenho operacional.

4.2.3. Modelos Propostos

Os modelos hierárquicos podem ser utilizados sempre que os objetos de análise estiverem aninhados em um contexto, como aqueles em que as firmas estão inseridas em setores de atividade. Assim, se os objetos e os contextos podem ser organizados em níveis hierárquicos onde se tem um primeiro nível (tempo); no segundo nível com objetos (firmas); e um terceiro nível com contexto (indústrias), pode-se considerar os dados como hierárquicos (Bickel, 2007; Goldszmidt, 2007).

A seguir, é proposto um modelo para explicação da variância do retorno operacional (ROIC) da firma e da tendência ao longo do tempo. O modelo foi formalizado nas equações 3, 4, 5 e 6. Sendo estimado em etapas (Modelos I, II, III e IV), com o propósito de discutir a contribuição relativa (incremental) de cada termo adicionado ou mudanças nos modelos.

Estudos empíricos que investigam a origem da vantagem competitiva buscaram identificar se fatores idiossincráticos da firma ou a característica do setor explicam o desempenho e se possuem padrão hierárquico contextual, visto que as firmas estão agrupadas por indústrias. Dadas as características de níveis distintos presentes nas variáveis, neste estudo adotam-se modelos hierárquicos ou multiníveis.

Ignorar a existência de hierarquia nos dados que possam evidenciar possível dependência dos níveis mais baixos (firma) em relação aos níveis mais elevados (indústria) inevitavelmente tende a produzir resultados e conclusões enviesadas, gerando uma visão distorcida e fragmentada dos resultados esperados (Nielsen; Nielsen, 2013).

A análise de modelos hierárquicos ocorre por fases, sendo que a primeira é a estimação por um modelo nulo, assim denominado, por utilizar somente o intercepto e permitir verificar, a partir de sua estimação, a parcela da variância em cada firma, entre firmas e entre setores. Os efeitos desses diferentes níveis serão analisados a partir da utilização do modelo nulo, o qual é composto pelo seguinte conjunto de equações:

Modelo I – Modelo nulo

$$\begin{aligned} ROIC_{ijk} &= \pi_{0jk} + e_{ijk} \\ \pi_{0jk} &= \beta_{00k} + r_{0jk} \\ \beta_{00k} &= \gamma_{000} + u_{00k} \end{aligned} \tag{3}$$

Nível 1 (tempo)	$ROIC_{ijk}$: desempenho representado retorno operacional, no período (trimestre) i : 1,2..., I_{jk} ; da firma j : 1,2..., J_k ; no setor k : 1,2..., K ; π_{0jk} : retorno operacional esperado (média) da firma ij no período 1 (1998); e e_{ijk} : variância do retorno operacional observado da firma j no período i , em relação ao seu desempenho operacional.
Nível 2 (firma)	β_{00k} : média do retorno operacional esperado das firmas em 1998, no setor k ; e r_{0jk} : variância do retorno operacional da firma j , ao esperado das firmas no setor k .
Nível 3 (indústria)	γ_{000} : retorno operacional esperado do setor em 1998 (média amostra); e u_{00k} : variância do retorno operacional do setor k em relação à média amostra em 1998.

Nos modelos a seguir (II e III), foi incluído um componente de tendência (variação ao longo do tempo) no nível 1. O primeiro não inclui efeitos aleatórios, com o propósito de verificar se o retorno operacional da firma segue tendência temporal linear; enquanto o modelo seguinte apresenta a inclusão de efeitos aleatórios e testa se existe variância significativa da tendência do retorno operacional entre as firmas ao longo do tempo.

Modelo II – Modelo com tendência linear de efeitos fixos

$$\begin{aligned}
 ROIC_{ijk} &= \pi_{0jk} + \pi_{1jk}trim + e_{ijk} \\
 \pi_{0jk} &= \beta_{00k} + r_{0jk} \\
 \pi_{1jk} &= \beta_{00k} \\
 \beta_{00k} &= \gamma_{000} + u_{00k}
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

Nível 1 (tempo)	<p>$ROIC_{ijk}$: desempenho representado retorno operacional, no período (trimestre) i: 1,2..., i_{jk}; da firma j: 1,2..., J_k; no setor k: 1,2..., K;</p> <p>π_{0jk}: retorno operacional esperado (média) da firma ij no período 1 (1998);</p> <p>π_{1jk}: taxa de crescimento do retorno operacional da firma ijk;</p> <p>$trim$: inclusão do efeito da tendência no retorno operacional inserindo na variável trimestre; e</p> <p>e_{ijk}: variância do retorno operacional observado da firma j no período i, em relação ao seu desempenho operacional.</p>
Nível 2 (firma)	<p>β_{00k}: média do retorno operacional esperado das firmas em 1998 no setor k; e</p> <p>r_{0jk}: variância do retorno operacional da firma j ao esperado das firmas no setor k.</p>
Nível 3 (indústria)	<p>γ_{000}: retorno operacional esperado do setor em 1998 (média amostra); e</p> <p>u_{00k}: variância do retorno operacional do setor k em relação à média da amostra em 1998;</p>

No modelo II, foi fixado o coeficiente de tendência, o que faz com que todas as firmas apresentem uma única tendência linear, diferenciando apenas os interceptos com resíduos r_{ijk} , com a mesma inclinação. Essa abordagem considera as mudanças nas medidas do retorno operacional ao longo do tempo como uma tendência temporal linear, ou seja, a tendência como efeito fixo; já o modelo III considera como tendência de efeitos aleatórios entre os setores de atividade.

Entretanto, o que foi proposto no Modelo II, pode não corresponder à realidade, visto que diferentes firmas podem apresentar diferentes tendências de resultado operacional. O mais provável é que as firmas não tenham o mesmo padrão de evolução do desempenho operacional, enquanto algumas formas podem melhorar; outras podem apresentar redução do desempenho operacional. Assim, presumindo que diferentes firmas apresentam diferentes retornos operacionais, desenvolveu-se o modelo com tendência e efeitos aleatórios, o qual se diferencia do anterior pela inclusão de efeitos aleatórios. A

inclusão de efeitos aleatórios das variáveis permite que os coeficientes angulares dos modelos se diferenciem entre si, conforme Equação (5).

Modelo III – Modelo com tendência linear de efeitos aleatórios

$$\begin{aligned}
 ROIC_{ijk} &= \pi_{0jk} + \pi_{1jk}trim + e_{ijk} \\
 \pi_{0jk} &= \beta_{00k} + r_{0jk} \\
 \pi_{1jk} &= \beta_{10k} + r_{1jk} \\
 \beta_{00k} &= \gamma_{000} + u_{00k} \\
 \beta_{10k} &= \gamma_{100} + u_{10k}
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

Nível 1 (tempo)	<p>$ROIC_{ijk}$: desempenho representado retorno operacional, no período (trimestre) i: 1,2..., l_{jk}; da firma j: 1,2..., J_k; no setor k: 1,2..., K;</p> <p>π_{0jk}: retorno operacional esperado (média) da firma ij no período 1 (1998);</p> <p>π_{1jk}: taxa de crescimento do retorno operacional da firma ijk ;</p> <p>$trim$: inclusão do efeito da tendência no retorno operacional é feita inserindo a variável trimestre; e</p> <p>e_{ijk} : variância do retorno operacional observado da firma j no período i, em relação ao seu desempenho operacional.</p>
Nível 2 (firma)	<p>β_{00k}: média do retorno operacional esperado das firmas em 1998, no setor k;</p> <p>β_{10k}: média da taxa de crescimento esperada no setor k; e</p> <p>r_{0jk}: variância do retorno operacional da firma j ao esperado das firmas no setor k.</p>
Nível 3 (indústria)	<p>γ_{000}: retorno operacional esperado do setor em 1998(média amostra); e</p> <p>u_{00k}: variância do retorno operacional do setor k em relação à média amostra em 1998.</p>

A principal diferença entre o modelo III com relação ao modelo II reside no fato de que, no segundo, há uma tendência aleatória para todas as firmas, enquanto que naquele o termo aleatório u_{01k} é introduzido de maneira fixa, ou seja, no modelo III, o retorno de cada firma pode apresentar um desvio em relação a tendência média.

Por conseguinte, inserem-se variáveis preditoras no modelo de estimação, cujos resultados serão comparados com o modelo anterior, de forma a explicar o modelo final, em termos da variância das variáveis estudadas.

São inseridas no nível da firma variáveis que representam subgrupos patrimonial, com a inclusão de efeito tendência em relação ao retorno operacional da firma (j), no setor (k) com efeitos fixos ao longo do período estudos, sendo assim representado:

Modelo IV – Modelo com tendência linear de efeitos aleatórios inserindo proxies contábeis.

$$\begin{aligned}
 ROIC_{ijk} &= \pi_{0jk} + \pi_{1jk}trim + e_{ijk} \\
 \pi_{0jk} &= \beta_{00k} + \beta_{01k}BP + r_{0jk} \\
 \pi_{1jk} &= \beta_{10k} + r_{1jk} \\
 \beta_{00k} &= \gamma_{000} + \gamma_{100}ST + u_{00k} \\
 \beta_{10k} &= \gamma_{100} + u_{10k}
 \end{aligned}
 \tag{6}$$

Nível 1 (tempo)	<p>$ROIC_{ijk}$: desempenho representado retorno operacional, no período (trimestre) i: 1,2..., l_{jk}; da firma j: 1,2..., J_k; no setor k: 1,2..., K;</p> <p>π_{0jk}: retorno operacional esperado (média) da firma j no período 1 (1998);</p> <p>π_{1jk}: taxa de crescimento do retorno operacional da firma j;</p> <p>$trim$: inclusão do efeito da tendência no retorno operacional é feita inserindo a variável trimestre; e</p> <p>e_{ijk}: variância do retorno operacional observado da firma j no período i, em relação ao seu desempenho operacional</p>
Nível 2 (firma)	<p>β_{00k}: média do retorno operacional esperado das firmas em 1998, no setor k;</p> <p>β_{10k}: média da taxa de crescimento esperada no setor k;</p> <p>BP: variável preditora, capturando a relação entre grupo patrimonial (BP) com a tendência do retorno operacional da firma (i) no setor (k), sendo rodadas regressões para cada subgrupo patrimonial: Ativo Circulante Financeiro (ACF); Ativo Circulante Operacional (ACO); Ativo Realizável a Longo Prazo (ARLP); Ativo Permanente (APER); Passivo Circulante Financeiro (ACF); Passivo Circulante Operacional (ACO); Passivo Exigível a Longo Prazo (PELP); e Patrimônio Líquido (PL);</p> <p>r_{0jk}: variância do retorno operacional da firma j ao esperado das firmas no setor k;</p>
Nível 3 (indústria)	<p>γ_{000}: retorno operacional esperado do setor em 1998 (média amostra);</p>

ST : inclusão das características do setor é inseridas separadamente para verificar o Dinamismo do Setor (DIN), para verificar o grau de imprevisibilidade do setor; e

u_{00k} : variância do retorno operacional do setor k em relação à média amostra em 1998.

Os modelos hierárquicos definidos foram organizados aninhados, o que permite uma comparação entre os resultados apresentados pelos modelos definidos, o que possibilita, adicionalmente, uma análise incremental, a fim de estimar a importância relativa da firma e do setor para o estudo da fonte da vantagem competitiva. E, ainda, as variáveis atribuídas aos setores serão modeladas como efeito moderador entre variáveis de recursos e de desempenho operacional da firma.

5 RESULTADOS

Neste tópico são discutidos os principais resultados que tratam da relação entre recursos e o desempenho operacional da firma, e o efeito que o grau de dinamismo da indústria provoca nesta relação das firmas no mercado brasileiro. A seguir são apresentados a estatística descritiva e suas respectivas análises:

Tabela 1: Estatística Descritiva do ROIC e de suas variáveis explicativas subdivididas em grupo endógeno (estrutura patrimonial – proxies recursos da firma) e grupo exógeno (característica do setor competição e dinamismo) das firmas no mercado brasileiro

	ROIC	ACF	ACO	ARLP	APER	PCF	PCO	PELP	PL	DIN
Média	1.19	0.09	0.21	0.13	0.57	0.16	0.13	0.31	0.25	0.28
Desvio padrão	5.37	0.19	0.18	0.16	0.26	1.22	0.14	1.49	3.97	0.25
Kurtose	24.60	80.29	3.36	9.49	2.27	1016.0	7.4	448.6	738.3	3.99
Assimetria	-0.39	6.84	0.94	2.32	-0.25	30.31	1.82	19.9	-25.8	1.28
Coef. variação	4.53	2.09	0.88	1.25	0.45	7.50	1.04	4.86	15.9	0.88
Mínimo	-39.74	-1.08	0.00	0.00	0.00	-0.05	0.00	0.00	-119.9	0.00
Máximo	54.90	3.12	1.08	0.99	1.01	42.4	0.9	37.5	1.01	1.00
1º Quartil	-0.14	0.00	0.05	0.02	0.39	0.02	0.03	0.03	0.32	0.10
Mediana	1.30	0.03	0.17	0.07	0.58	0.07	0.10	0.13	0.53	0.22
3º Quartil	3.01	0.11	0.32	0.18	0.78	0.15	0.19	0.29	0.76	0.38

Nota: (i) ROIC é o retorno operacional da firma em cada trimestre observado; (ii) variáveis endógenas à firma: ACF é o Ativo Circulante Financeiro; ACO é o Ativo Circulante Operacional; ARLP é o Ativo Realizável a Longo Prazo; AP é o Ativo Permanente; PCF é o Passivo Circulante Financeiro; PCO é o Passivo Circulante Operacional; PELP é o Passivo Exigível a Longo Prazo; PL é o Patrimônio Líquido (iii) Variável Exógena à Firma: Grau de dinamismo (DIN) medida do nível de competição no setor, calculado pela receita por setor de atividade para cada firma; (iv) CV corresponde ao Coeficiente de Variação = desvio padrão/média; (v), referente a dados trimestrais, no período de março de 1998 a setembro de 2016⁽ⁱ⁾

Fonte: elaborado e calculado com uso do Stata®13.

Em termos de dispersão, verifica-se que os coeficientes de variação foram elevados, superiores a 0,30, sugerindo que os dados são heterogêneos. Diante

disso, analisaram-se as medianas dos componentes da estrutura patrimonial das empresas participantes da amostra. Observou-se que as medianas foram as seguintes: Ativo Circulante Financeiro (3%); Ativo Circulante Operacional (17%); Ativo Realizável a Longo Prazo (7%) e Ativo Permanente (58%). Já as medianas das fontes de financiamento foram as seguintes: Passivo Circulante Financeiro (7%); Passivo Circulante Operacional (10%); Passivo Exigível a Longo Prazo (13%); e Patrimônio Líquido (53%).

Todas as variáveis apresentaram uma distribuição assimétrica à direita, exceto o Patrimônio Líquido, o qual apresentou assimetria à esquerda e a assimetria positiva, o que sugere em geral a existência de distribuições com maior probabilidade de assumir valores acima da média. E a curtose revela que, no geral, as distribuições das variáveis foram leptocúrticas, configurando a existência de caudas pesadas nas distribuições das variáveis da amostra.

A partir da análise da mediana verificou-se que, quanto menos líquidos os agrupamentos patrimoniais, maior sua mediana, exceto para o grupo ativo realizável a longo prazo. Evidencia uma preferência de busca e aplicação de recursos a longo prazo na amostra em geral, fator que sugere que existe um “encaixe” temporal entre a captação e a aplicação de recursos, bem como uma preferência por captação e aplicação de longo prazo, ativos permanentes 58% e que as origens de recursos são captadas por capital próprio 53%.

Com o propósito de se verificar a adequação do modelo hierárquico para identificar a origem do desempenho operacional da firma, parte-se do modelo nulo, por não conter variáveis explicativas. O modelo permite decompor a variância nos seguintes níveis: (i) a variância originada ao longo do tempo; (ii) a variância originada da característica entre as firmas; e (iii) a variância originada das características entre setores.

Conforme a Tabela 2, o nível do setor demonstra pouca contribuição para a compreensão das variações do resultado operacional (1,1%), sugerindo a possibilidade de inexistência de variações significativas entre os setores analisados. E, 36,7% da variância podem ser atribuídos a características entre as firmas. Portanto, a hipótese H_1 permite identificar a fonte da vantagem competitiva, evidenciando que o nível da firma explica o desempenho operacional 36 vezes mais que o nível do setor das firmas brasileiras. O restante da variância, 62,3%, pode ser atribuída à variável tempo na firma, o que sugere que o estudo seja modelado por tendência.

Tabela 2: Decomposição da Variância - Modelo nulo

Efeitos fixos	
Média do ROIC da amostra (γ_{000})	.69***
Efeitos aleatórios (Componentes da variância)	
Variação temporal (e_{ijk})	20.257
Variação entre firmas (r_{0jk})	11.933
Variação entre indústrias (u_{00k})	0.343
Decomposição da variância	
Nível 1: Tempo (variância não explicada)	62.3%
Nível 2: Firma	36.7%
Nível 3: Indústria	1.1%
Testes	
Wald χ^2	-
Log likelihood (modelo)	-59249.61
Graus de liberdade	4
AIC	118507.2
BIC	118538.8
Estatísticas	
Número de observações	20.018
Número de setores	16
Número de firmas	481

Nota: (i) *** $p < 1\%$; ** $p < 5\%$; * $p < 10\%$; (ii) ROIC é o retorno operacional da firma em cada trimestre observado; (iii), referente a dados trimestrais, no período de março de 1998 a setembro de 2016⁽ⁱ⁾; (iv) (-) parâmetro não estimado por problema de convergência do modelo.

Fonte: elaborado pelos autores.

Por conseguinte, geraram-se modelos de tendência lineares com efeitos fixos, inserindo-se variáveis, em separado, no nível da firma que representem subgrupos do balanço patrimonial, como *proxies* de recursos da firma, para verificar sua relação com o retorno operacional. Assim, adotaram-se três níveis de análise para os modelos, sendo: *nível 1*- variação no desempenho operacional da firma no tempo; *nível 2*- variação no desempenho operacional entre firmas; e *nível 3*- variação do desempenho operacional da firma entre setores.

O teste de Wald (χ^2) evidencia que todos os modelos são estatisticamente significativos (Tabela 3), exceto os modelos que utilizam as variáveis APER e PCO. A parte fixa do modelo sugere que os subgrupos operacionais ACF, ACO, PCF e PELP são estatisticamente significativos e apresentaram relação direta com retorno operacional da firma; e que o ACO tem maior força de explicação do retorno operacional. ARLP e PL apresentaram relação inversa com o retorno operacional da firma; os demais modelos, APER e PCO não foram estatisticamente significantes. Já a parte aleatória do modelo demonstra, para todos os modelos, que a parcela da variância explicada pelo nível do setor manteve-se em torno de 1%, e a parcela da variância explicada pelo nível da firma entre 35,8% e 37,1% e a variância não explicada que é atribuída ao longo do tempo entre 61,8% e 63,1% da variância.

Tabela 3: Decomposição da Variância da amostra - Modelo de tendência linear com efeitos fixos

	ACF	ACO	ARLP	APER	PCF	PCO	PELP	PL
Efeitos fixos								
Variável	.074***	.180***	-.068***	-0.014	.011***	0.035	.004*	-.003***
Constante	.570***	0.334	.701***	.692***	.612***	.591***	.615***	.629***
Efeitos aleatórios								
Componentes da variância								
Varição temporal (e_{ijk})	20.248	20.208	20.252	20.255	20.228	20.257	20.251	20.228
Varição entre firmas (r_{ojk})	11.872	11.456	11.839	11.939	12.065	11.898	12.030	12.140
Varição entre indústrias (u_{00k})	0.340	0.347	0.356	0.349	0.350	0.338	0.349	0.358
Decomposição da variância								
Nível 1: tempo	62.4%	63.1%	62.4%	62.2%	62.0%	62.3%	62.1%	61.8%
Nível 2: Firma	36.6%	35.8%	36.5%	36.7%	37.0%	36.6%	36.9%	37.1%
Nível 3: Indústria	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%
Teste								
Wald chi2	11.01***	65.69***	8.76***	1.610	23.88***	1.650	2.67*	20.70***
Log likelihood (modelo)	-59244	-59217	-59245	-59249	-59238	-59249	-59248	-59239
Graus de liberdade	5	5	5	5	5	5	5	5
AIC	118498	118444	118501	118508	118485	118508	118507	118489
BIC	118538	118483	118540	118547	118525	118547	118546	118528
Estatísticas								
Nº de observações	20018	20018	20018	20018	20018	20018	20018	20018
Nº de setores	16	16	16	16	16	16	16	16
Nº de firmas	481	481	481	481	481	481	481	481

Nota: (i) *** p < 1%; ** p < 5%; * p < 10%; (ii) variáveis endógenas à firma: ACF é o Ativo Circulante Financeiro; ACO é o Ativo Circulante Operacional; ARLP é o Ativo Realizável a Longo Prazo; AP é o Ativo Permanente; PCF é o Passivo Circulante Financeiro; PCO é o Passivo Circulante Operacional; PELP é o Passivo Exigível A Longo Prazo; PL é o Patrimônio Líquido (iii) variável exógena à firma: DIN dinamismo do setor, calculado com base na receita por setor de atividade para cada firma numa série de seis observações e padronizado pela escala de ranger.

Fonte: elaborado pelos autores.

Esses resultados são corroborados pelos estudos da revisão de literatura, a qual apresenta estudos relacionados a decomposição da variância que, em geral, apresentam a parcela da variância explicada pela firma é mais significativa que a parcela explicada pelo setor.

Os critérios de Akaike (AIC) e de informação bayesiana (BIC) sugerem que os modelos de efeitos fixos com variáveis preditoras contábeis, em geral, têm melhor ajustamento que o modelo nulo.

Tais dados sugerem que os retornos operacionais possuem maior influência de fatores endógenos (tanto no modelo nulo, quanto para o modelo com variáveis preditoras endógenas, gerados por *proxies* contábeis), quando comparados a fatores exógenos à firma. Esses resultados convergem para uma maior aderência às teorias que tratam de vantagem competitiva originadas das dos recursos do que às teorias de mercado com origem na microeconomia, corroborando as pesquisas que investigam a decomposição do desempenho da firma, atribuindo maior importância relativa à firma que a indústria na qual a firma se insere, como nos estudos de Schmalensee (1985) & Rumelt (1991). Sobre essa questão, vários estudiosos têm expandido essas investigações, como Roquebert, Phillips & Westfall (1996), Brush & Bromiley (1997), McGahan & Porter (1997), Brush,

Bromiley & Hendrickx (1999), Chang & Singh (2000), McGahan & Porter (2002), Bowman & Helfat (2001), Goldszmidt, Brito & Vasconcelos (2007), Goldszmidt (2010) & Schechtman (2012).

Entretanto, o desempenho organizacional pode ser afetado de diferentes formas e dimensões, sendo que as indústrias se relacionam com o desempenho da organização de forma mais complexa que possa parecer (Combs, Crook e Shook, 2005). E ainda, dada a coexistência entre fatores da firma e características do setor investiga-se a existência de efeitos moderadores de tais características na relação entre recursos e desempenho da firma. Nos modelos apresentados na Tabela 4, foram inseridas variáveis que capturam o grau de dinamismo do setor, cujo propósito consiste em verificar o efeito moderador que as características dos setores provocam na relação entre os subgrupos patrimoniais e o seu desempenho operacional.

O dinamismo do ambiente pode ser entendido como uma função que evidencia quanto e quão rapidamente as forças ambientais modificam-se com o passar do tempo, aumentando a incerteza no ambiente em que a firma se insere (Tung, 1979).

Nos modelos a seguir são inseridas variáveis que capturam o nível de dinamismo do setor (DIN), sendo que o modelo busca verificar o efeito moderador que as características as quais o grau de imprevisibilidade causa na relação entre o subgrupo patrimonial e o retorno operacional da firma.

A moderação tem o propósito verificar como diferentes graus de dinamismo do setor influenciam a relação entre as variáveis dos subgrupos patrimoniais e o retorno operacional da firma.

O teste de Wald (χ^2) evidencia que todos os modelos são significantes, exceto o modelo que utiliza as variáveis ACO e ARLP. A parte fixa do modelo sugere que os subgrupos operacionais demonstram que as variáveis estatisticamente significantes apresentam uma relação direta com o retorno operacional da firma, exceto APER que apresentou relação inversa, e que o ACF, o PCF e o ACO têm maior poder de explicação do retorno operacional, sendo que todos os modelos apresentam uma relação positiva entre grupos patrimoniais e retorno operacional, exceto o modelo APER.

A variável de nível de dinamismo do setor (DIN) apresentou significância estatística para os modelos que utilizaram ACF, ACO, APER, tendo apresentado relação inversa com o retorno operacional da firma, ou seja, em média o desempenho operacional tende a reduzir, na medida em que aumenta o grau de imprevisibilidade nos setores nos quais as firmas se inserem. Já a moderação entre as variáveis patrimoniais, com a imprevisibilidade do setor, mostrou-se significativa nos modelos, exceto para o modelo que contém a variável PCO, sendo que as variáveis do grupo de ativo, quando moderadas pelo dinamismo do setor, apresentaram relação direta com o retorno da firma; enquanto as variáveis do grupo de passivo moderada pelo dinamismo apresentaram relações inversas, uma vez que sempre existirá maior incerteza do lado das origens do que da aplicação.

Tabela 4: Decomposição da variância da amostra - Modelo de tendência linear com efeitos aleatórios com a variável exógena moderadora dinamismo

	ACF	ACO	ARLP	APER	PCF	PCO	PELP	PL
Efeitos fixos								
Constante	.74***	-0.22	1.08***	2.12***	1.10***	.72***	1.03***	.94***
ACF	.39***							
ACO		-0.01						
ARLP			-0.06					
APER				-0.08***				
PCF					.24***			
PCO						.25***		
PELP							.18***	
PL								.10***
DIN	-1.36*	-.90*	-1.02	-2.10***	-0.59	-0.81	-0.77	-2.27
Moderação (DIN)	.39***	.05**	.17*	.12***	-.35***	-0.06	-.23***	-.08***
Efeitos aleatórios								
Componentes da variância								
Varição temporal (e_{ijk})	19.03	18.35	18.99	17.77	18.52	17.67	18.19	17.09
Varição entre firmas (r_{0jk})	109.11	256.55	159.62	124.20	273.89	275.24	114.36	62.52
Variável	99.48	245.06	147.93	79.32	263.55	267.06	104.89	39.05
Constante	9.63	11.49	11.68	44.88	10.34	8.17	9.48	23.47
Varição entre indústrias (u_{00k})	5.44	2.30	14.74	5.57	10.63	3.31	6.19	9.54
DIN	4.92	1.37	14.12	3.31	10.13	2.81	5.34	8.53
Constante	0.52	0.93	0.63	2.26	0.50	0.49	0.85	1.01
Decomposição da variância								
Nível 1: tempo	14.2%	6.6%	9.8%	12.0%	6.1%	6.0%	13.1%	19.2%
Nível 2: Firma	81.7%	92.6%	82.6%	84.2%	90.4%	92.9%	82.4%	70.1%
Variável	74.5%	88.4%	76.5%	53.8%	87.0%	90.2%	75.6%	43.8%
Constante	7.2%	4.1%	6.0%	30.4%	3.4%	2.8%	6.8%	26.3%
Nível 3: Indústria	4.1%	0.8%	7.6%	3.8%	3.5%	1.1%	4.5%	10.7%
DIN	3.7%	0.5%	7.3%	2.2%	3.3%	0.9%	3.8%	9.6%
Constante	0.2%	0.2%	0.2%	0.8%	0.1%	0.1%	0.3%	0.7%
Teste								
Wald chi2	31.04***	3.05	3.4	21.39***	278.34***	36.41***	213.90***	205.43***
Log likelihood (modelo)	-58906.95	-58639.55	-58871.61	-58633.42	-58676.88	-58133.19	-58478.5	-58102.15
Graus de liberdade	9	9	9	9	9	9	9	9
AIC	117831.9	117297.1	117761.2	117284.8	117371.8	116284.4	116975	116222.3
BIC	117903	117368.2	117832.4	117356	117442.9	116355.5	117046.1	116293.4
Estatísticas								
Número de observações	20.018	20.018	20.018	20.018	20.018	20.018	20.018	20.018
Número de setores	16	16	16	16	16	16	16	16
Número de firmas	481	481	481	481	481	481	481	481

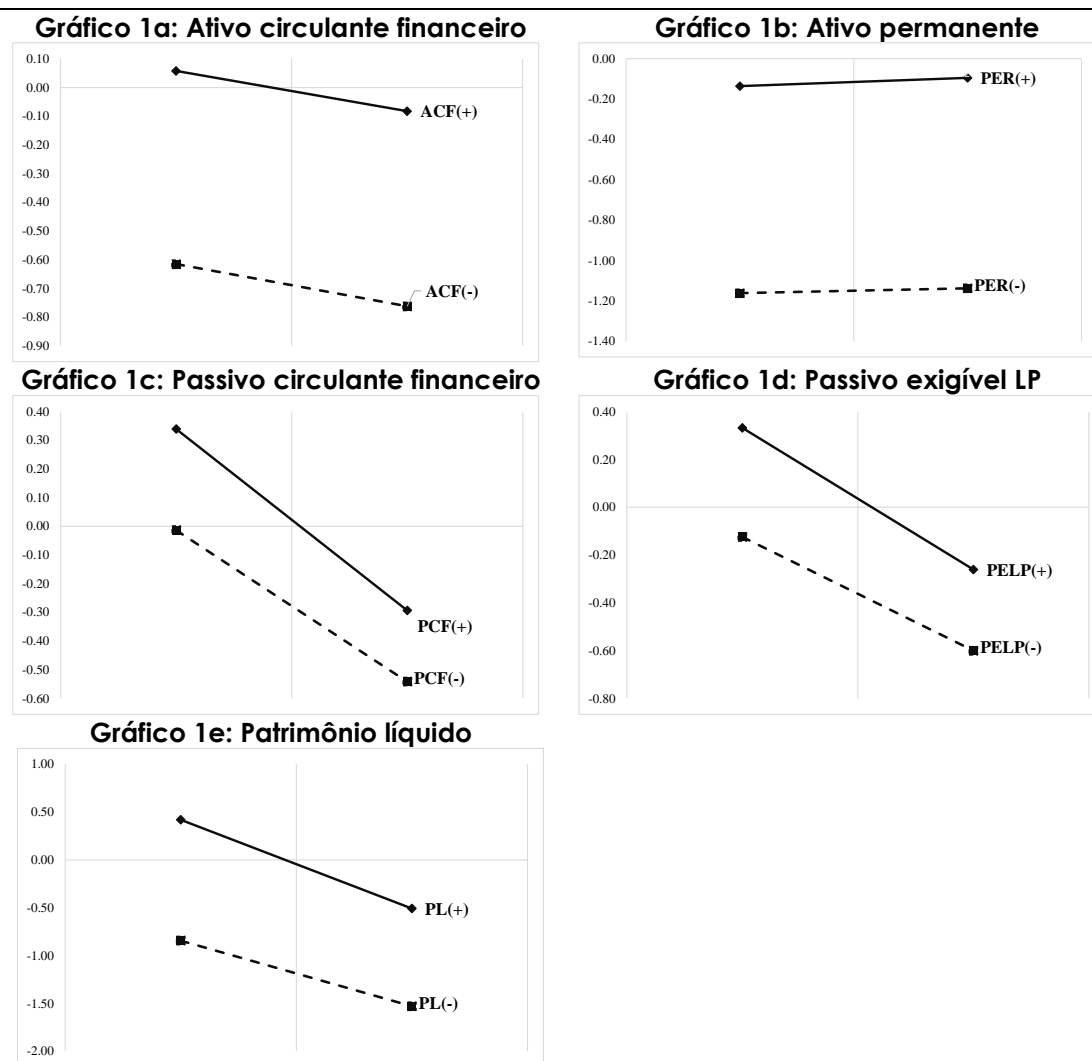
Nota: (i) *** p < 1%; ** p < 5%; * p < 10%; (ii) variáveis endógenas à firma: ACF é o Ativo Circulante Financeiro; ACO é o Ativo Circulante Operacional; ARLP é o Ativo Realizável a Longo Prazo; AP é o ativo permanente; PCF é o passivo circulante financeiro; PCO é o passivo circulante operacional; PELP é o Passivo Exigível a Longo Prazo; PL é o Patrimônio Líquido; (iii) variáveis exógenas à firma: DIN dinamismo do setor, calculado com base na receita por setor de atividade para cada firma numa série de seis observações e padronizado pela escala de ranger.

Fonte: elaborado pelos autores.

A parte aleatória do modelo demonstra uma explicação na variância no nível da indústria entre 0,8% - 10,7; no nível da firma de 81,7% - 92,9%; e, ao longo do tempo, de 6,0% - 19,21%.

Por fim, para verificação do efeito moderação do nível de imprevisibilidade do setor, plotaram-se os Gráficos de 1a - 1e que relacionam as variáveis

patrimoniais e o retorno operacional da firma (somente para as estatisticamente significantes), sendo definidos valores altos e baixos, considerando-se mais e menos um desvio padrão para cada variável.



Gráficos 1a – 1e: Efeito moderador do nível de imprevisibilidade na relação entre recursos e desempenho operacional da firma

Nota: neste gráfico, ilustram o efeito moderador do grau de imprevisibilidade das indústrias na relação entre recursos patrimoniais com o desempenho operacional. Sendo que, no eixo das abscissas, está o desempenho operacional (ROIC) e, no eixo da ordenadas, está o grau de imprevisibilidade da indústria (evidenciada pelo índice de dinamismo).

Fonte: elaborado pelos autores.

A moderação do nível de dinamismo na relação subgrupos patrimoniais e seus efeitos nos retornos operacionais para as variáveis foram assim observados:

- em ambientes com dinamismo baixo, quanto maior o ACF e o APER, o retorno operacional da firma tende a ser maior; entretanto, à medida em que o grau de dinamismo aumenta, a relação do ACF e retorno operacional tende a diminuir, enquanto a relação entre APER e o retorno tendem a aumentar. Em ambos os casos, a variação do grau de dinamismo parece moderar, de forma similar, os maiores e menores ACF e APER;

- em ambientes com dinamismo baixo, quanto maior o PCF e o PELP, o retorno operacional da firma tende a ser maior; entretanto, à medida em que o **grau de dinamismo aumenta**, a relação entre o PCF, o PELP e o retorno operacional reduz. Contudo, na medida em que aumenta o grau de dinamismo no setor, firmas com maior PCF e PELP têm redução mais significativa para explicar o retorno, quando comparadas às firmas com menores PCF e PELP; e
- em ambientes com dinamismo baixo, quanto menor o PL, menor o retorno operacional da firma; entretanto, há medida em que o **grau de dinamismo aumenta** firmas com maior PL, tende a uma redução mais significativa na relação com retorno quando comparadas aquelas com menores PL.

O efeito que as características da indústria provocam na relação entre fatores endógenos e o desempenho operacional da firma torna a relação entre recursos da firma com o desempenho operacional sensível aos efeitos moderadores dos graus de competição e do nível de imprevisibilidade da indústria. Tal efeito torna a moderação da indústria relevante para os estudos do desempenho operacional da firma, convergindo para os argumentos e achados de Prescott, Kohli & Venkatraman (1986), Hansen & Wernerfelt (1989), McGAHAN & Porter (1997), Castrogiovanni (1991), Dreyer & Grønhaug (2004), Combs, Crook & Shook (2005), Leon, Li & Hwang (2011), Kállas (2014).

Para investigação da origem da vantagem competitiva para o desempenho operacional da firma (OE_i), formulou-se a hipótese H_1 e adotaram-se para sua investigação o Modelo I - Modelo nulo; o Modelo II - Modelo com tendência linear de efeitos fixos; e o Modelo III - Modelo com tendência linear de efeitos aleatórios.

- Com base no Modelo I - Modelo nulo, conclui-se que o nível da firma explica a variância do desempenho operacional aproximadamente 36 vezes a mais que a indústria (36,7% e 1,1%), sendo o restante da variância atribuída ao tempo na firma (62,7%). Dado que a variância ao longo do tempo foi predominante, tais resultados sugerem inserir um efeito tendência no modelo;
- Com o Modelo II - Modelo com tendência linear de efeitos fixos, há resultados semelhante ao Modelo I, ou seja, o nível da firma explica a magnitude (35,8% - 37,1%) da variância do desempenho operacional muito superior ao nível da indústria (1,0% - 1,1%); e o nível do tempo explica (62,0% - 63,1%) da variância total do desempenho operacional da firma. As *proxies* dos recursos patrimoniais inseridas no nível da firma têm efeitos no desempenho operacional da seguinte forma: ACF, ACO, PCF e PELP possuem relação positiva e direta com o desempenho operacional da firma; enquanto as variáveis ARLP e PL têm relação inversa e direta com o desempenho operacional da firma;
- O Modelo III - Modelo com tendência linear de efeitos aleatórios apresenta modificações substanciais, comparados ao Modelo II - Modelo com tendência linear de efeitos fixos na decomposição da variância, ou seja, o nível da firma explica a magnitude (46,2% - 92,0%) da variância do desempenho operacional muito superior ao nível da indústria (1,2% - 12,0%) e o nível do tempo explica (5,9% - 37,5%) da variância total do desempenho operacional da firma.

- As *proxies* dos recursos patrimoniais inseridas no nível da firma têm efeitos no desempenho operacional, da seguinte forma: a ACF, o PCF, o PCO, a ARLP e o PELP possuem relação positiva e direta com o desempenho operacional da firma; enquanto as variáveis e o PL têm relação inversa e direta com o desempenho operacional da firma; e as demais variáveis ACO; e AP.

Tais resultados corroboram a teoria dos recursos, na qual se postula a existência de uma significativa variabilidade do desempenho operacional entre as firmas inseridas em suas indústrias, e convergem para os resultados observados em pesquisas anteriores, as quais investigaram a decomposição da variância em níveis da firma e da indústria.

Para investigação como a relação entre as características patrimoniais e do desempenho da firma é moderada pelas características da indústria em que as firmas estão inseridas, formulou-se as hipóteses H_2 , que permitiram investigar o efeito moderador do grau de dinamismo têm na relação entre as características endógenas e o desempenho operacional da firma. Adotou-se para sua investigação o Modelo IV - Modelo com tendência linear de efeitos aleatórios moderado pelo grau de imprevisibilidade (DIN).

- As *proxies* dos recursos patrimoniais inseridas no nível da firma tem efeitos no desempenho operacional da seguinte forma: a ACF, a ACO, o PCF, o PCO e o PELP possuem relação positiva e direta com o desempenho operacional da firma; enquanto as variáveis e o PL têm relação inversa e direta com o desempenho operacional da firma, as demais variáveis ARLP e APE, por não apresentarem significância estatística não geraram evidências para estabelecer relação com o desempenho operacional da firma.
- O Modelo IV - Modelo com tendência linear de efeitos aleatórios, moderado pelo grau de imprevisibilidade (DIN), apresenta modificações substanciais, comparado ao Modelo III na decomposição da variância, ou seja, o nível da firma explica a magnitude (77,1% - 93,3%) da variância do desempenho operacional muito superior ao nível da indústria (1,2% - 12,0%) e o nível do tempo explica (6,0% - 20,6%) da variância total do desempenho operacional da firma.
- As *proxies* dos recursos patrimoniais inseridas no nível da firma produzem efeitos no desempenho operacional da seguinte forma: a ACF, o PCF, o PCO, o PELP e o PL têm relação positiva e direta com o desempenho operacional da firma; as demais variáveis a ACO e a ARLP, por não apresentarem significância estatística, não trazem evidências para estabelecer relação com o desempenho operacional da firma.
- O efeito moderador grau de imprevisibilidade (DIN), inserido nos modelos, apresentou significância estatística para todos os modelos, exceto para o modelo que contém PCO. Os modelos ACF, ACO, ARLP, APER têm efeito moderador positivo na relação entre recursos patrimoniais e desempenho operacional da firma; enquanto o PCF; o PELP e o PL geram efeito moderador negativo na relação entre recursos patrimoniais e desempenho operacional da firma e, por não apresentar significância estatística, o modelo com variável PCO não gera evidências para estabelecer relação com o desempenho operacional da firma.

Espera-se que as evidências encontradas nesta pesquisa contribuam para aumentar o conhecimento sobre a vantagem competitiva e sua importância dos estudos da decomposição e origem do desempenho operacional da firma, a partir de proxies contidas na estrutura das demonstrações contábeis.

A identificação de fatores dentro de cada setor e como se relacionam e o efeito sobre o desempenho da firma fornecem uma compreensão da explicação da variância do desempenho da firma. Do ponto de vista prático, a identificação de fatores que mais contribuem para o desempenho da firma possibilita aos gestores focarem sua atenção em fatores com maior relevância para a formação do desempenho (Bowman & Helfat, 2001).

6 CONCLUSÕES

O presente estudo avança na aproximação dos campos de estudo da vantagem competitiva, ao propor *proxies* contida na estrutura das demonstrações contábeis – balanço patrimonial como métricas dos recursos da firma - e, a partir desses, estabelecer relação com o desempenho operacional da firma. Assim, busca uma aproximação da teoria dos recursos com o conceito de ativos e sua relação causal e temporal entre recursos e desempenho da firma. Limita-se, portanto, a capacidade da mensuração dos recursos e do desempenho da firma com base no modelo contábil.

Em síntese, os resultados desta pesquisa sugerem que: (i) Os recursos idiossincráticos da firma têm maior capacidade de explicação do desempenho operacional, quando comparados a características do ambiente no qual a firma se insere; (ii) A relação entre recursos idiossincráticos da firma, capturados pelos modelos de mensuração contábil, com o desempenho operacional, são sensíveis às características exógenas à firma, no caso, grau de dinamismo. A presença desse fator inverte a relação entre os recursos idiossincráticos da firma com o desempenho operacional.

Os resultados deste estudo são consistentes com as abordagens de origem da vantagem competitiva que se fundamentam na teoria dos recursos e no campo da organização industrial, mas sugerem que os fatores exógenos e endógenos para a formação do desempenho da firma devem sempre ser analisados em conjunto.

Este trabalho possui algumas limitações, que devem ser consideradas para avaliação mais adequadas dos resultados apresentados: os resultados do presente trabalho estão condicionados à amostra observada - qualquer inferência ou consideração perde força quando se extrapolam os dados e os períodos analisados, devendo ser efetuado com cautela. O estudo apresenta todas as limitações inerentes ao uso de *proxies* e, em especial, a utilização de métricas contábeis como *proxies* dos recursos baseados na teoria da vantagem competitiva. A amostra é desbalanceada, o que pode comprometer ou alterar as características das informações que são dependentes de séries. O viés de sobrevivência está presente, já que, devido à necessidade de dados de uma determinada quantidade de anos para que os modelos sejam operacionalizados, as empresas que não apresentavam dados em períodos consecutivos ficaram de fora da amostra. A diferença entre os conceitos lucro contábil e lucro econômico: relacionar a teorias do posicionamento (fundamentações em teorias econômicas

e administrativas) a partir de medidas contábeis gera uma limitação a partir de conceitos distintos sobre os resultados da firma.

Contudo, tais limitações não eliminam a possibilidade da obtenção de certas evidências úteis como subsidio para futuras pesquisas, como: (i) investigar indústrias específicas, com amostras significativas pode-se obter maiores aderências à teoria da vantagem competitiva para estudo do desempenho da firma; (ii) adotar multidimensões para o setor de atividade do produtos; (iii) trabalhar com multidimensões de características do mercado de produtos investigando o efeito da dupla moderação na relação entre recursos da firma e desempenho operacional; (iv) complementar a análise investigando a volatilidade do retornos.

REFERÊNCIAS

- Afeef, M. (2011). Analyzing the impact of working capital management on the profitability of SME's in Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*. v. 2, n. 22, p. 173-183. Recuperado em: http://www.ijbssnet.com/journals/Vol_2_No_22_December_2011/20.pdf
- Anand, G.; Ward, P. (2004). Fit, flexibility and performance in manufacturing: coping with Management dynamic environments. *Production and Operations*. v. 13, n. 4, p.369- 385. doi.org/10.1111/j.1937-5956.2004.tb00224.x
- Andrews K. R. (1996). *The concept of corporate strategy of strategic management*. In: Mckiernam, Peter. *Historical evolution*. Vol. I. Bookfeld, Dartmouth Publishing Company, p. 15-44.
- Azevedo, G. M; Fontenele e Silva, G. S.; Carvalho, H. F.; Ferreira da Silva, J. (2002). Dissuasão de entrada, teoria dos jogos e Michael Porter: convergências teóricas, diferenças e aplicações à administração estratégica. *Caderno de Pesquisa em Administração*. São Paulo. v. 9, n. 3, p. 66-79. Recuperado em: <http://www.ead.fea.usp/cad-pesq/arquivos/v9n3art6.pdf>.
- Bain. J. S. (1964). The Impact on Industrial Organization. *The American Economic Review*. v. 54, n. 3, p. 28-32.
- Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*. v. 17, n. 1, p. 99-120. doi.org/10.1177/014920639101700108
- Besanko, D.; Dranove, D.; Shanley M.; Schaefer, S. (2006). *A economia da estratégia*. 3 ed. Porto Alegre, Bookman.
- Bickel, R. (2007). *Multilevel Analysis for Applied Research: It's Just Regression*. Guilford Press.
- Blyler, M.; Coff, R. W. (2003). Dynamic capabilities, social capital, and rent appropriation: ties that split pies. *Strategic Management Journal*. v. 24, n. 7, p. 677-686. doi.org/10.1002/smj.327
- Bowman E. H.; Helfat C. E. (2001). Does corporate strategy matter? *Strategic Management Journal*. v. 22, p. 1-23. [doi.org/10.1002/1097-0266\(200101\)22:1<1::AID-SMJ143>3.0.CO;2-T](https://doi.org/10.1002/1097-0266(200101)22:1<1::AID-SMJ143>3.0.CO;2-T)

Bowman, C.; Ambrosini, V. (2000). Value creation versus value capture: towards a coherent definition of value in strategy. *British Journal of Management*. v. 11, n. 1, p. 1-15. doi.org/10.1111/1467-8551.00147

Brandemburger, A. M.; Stuart JR., H. W. (1996). Value-based business strategy. *Journal of Economics & Management Strategy*. v. 5, n. 1, p. 5-24. doi.org/10.1111/j.1430-9134.1996.00005.x

Brito, R. P. (2011). *Criação de valor, vantagem competitiva e o seu efeito no desempenho financeiro das empresas*. (Tese de doutorado). Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8187>.

Brush, T. H.; Bromiley, P. (1997). What does a small corporate effect mean? A variance components simulation of corporate and business effects. *Strategic Management Journal*. v. 18, n. 10, p. 825-835. [doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199711\)18:10<825::AID-SMJ933>3.0.CO;2-Y](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199711)18:10<825::AID-SMJ933>3.0.CO;2-Y)

Brush, T. H.; Bromiley, P.; Hendrickx, M. (1999). The relative influence of industry and corporation on business segment performance: an alternative estimate. *Strategic Management Journal*. v. 20, n. 6, p. 519-547. [doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199906\)20:6<519::AID-SMJ32>3.0.CO;2-8](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199906)20:6<519::AID-SMJ32>3.0.CO;2-8)

Castrogiovanni, G. J. (1991). Environmental munificence: A theoretical assessment. *Academy of Management Review*, 16, pp. 542-563.

Caves, R. E. (1984). Economic analysis and the quest for competitive advantage. *American Economic Review*. v. 74, n. 2, p. 127.

Chang, S. J.; Singh H. (2000). Corporate and industry effects on business unit competitive position. *Strategic Management Journal*. v. 21, n.7, p. 739-752. [doi.org/10.1002/1097-0266\(200007\)21:7<739::AID-SMJ117>3.0.CO;2-Q](https://doi.org/10.1002/1097-0266(200007)21:7<739::AID-SMJ117>3.0.CO;2-Q)

Chatain, O. (2011). Value creation, competition, and performance in buyer-supplier relationships. *Strategic Management Journal*. v. 32, n. 1, p. 76-102. doi.org/10.1002/smj.864

Coff, R. W. (2010). The co evolution of rent appropriation and capability development. *Strategic Management Journal*. v. 31, n. 7, p. 711-733. doi.org/10.1002/smj.844

Coff, R. W. (1999). When competitive advantage doesn't lead to performance: the resource-based view and stakeholder bargaining power. *Organization Science*. v. 10, n. 2, p. 119-133. doi.org/10.1287/orsc.10.2.119

Combs, J. G.; Crook, T. R.; Shook, C. L. (2005). The dimension of organizational performance and its implications for strategic management research. In: D. J. Ketchen e D. D. Bergh (Orgs.), *Research Methodology in Strategy and Management*. San Diego, Elsevier, p. 259-286. [doi/abs/10.1016/S1479-8387\(05\)02011-4](https://doi.org/10.1016/S1479-8387(05)02011-4)

Cruz, C. C. M. S. (2010). *Modelos Multinível: Fundamentos e Aplicações*. (Dissertação de mestrado). Universidade Aberta, Lisboa, Portugal. Recuperado de: <https://repositorioaberto.uab.pt/handle/10400.2/1729> .

- Dess, G.; Beard G., Donald W. (1984). Dimensions of organizational task environments. *Administrative Science Quarterly*. v. 29, p. 52-73.
- Dill, W. R. (1958). Environment as an influence on managerial autonomy. *Administrative Science Quarterly*. v.2, n.4, p.409-443.
- Dreyer, B.; Grønhaug, K. (2004). Uncertainty, flexibility, and sustained competitive advantage. *Journal of Business Research*. v. 57, n. 5, p. 484-494.
[doi.org/10.1016/S0148-2963\(02\)00315-6](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(02)00315-6)
- Duncan, R. B. (1972). Characteristics of organizational environments and perceived environmental uncertainty. *Administrative Science Quarterly*. vol. 17, n. 3, p. 313-327. doi.org/10.2307/2392145
- Foss, N. J. (1996). Researching in strategy, economics and Michael Porter. *Journal of Management Studies*. v. 33, p. 1-24. doi.org/10.1111/j.1467-6486.1996.tb00796.x
- Goldszmidt, R. G. B., Brito, L. A. L., Vasconcelos, F. C. (2007) O efeito país sobre o desempenho da firma: uma abordagem multinível. *Revista de Administração de Empresas*. v. 47, n. 4, p. 1-14.
- Goldszmidt, R. G. B. (2010). *Recessão e desempenho das firmas: uma abordagem multinível de curva de crescimento*. (Tese de doutorado). Escola de Administração de Empresas de São Paulo, EAESP, São Paulo, SP, Brasil.
- Goldszmidt, R. G. B.; Brito, L. A. L.; Vasconcelos, F. C. (2007). O efeito país sobre o desempenho da firma: uma abordagem multinível. *Revista de Administração de Empresas*. v. 47, n. 4, p. 12-25.
- Hansen, G. S.; Wernerfelt, B. (1989). Determinants of firm performance: the relative importance of economic and organizational factors. *Strategic Management Journal*. v. 10, n. 5, p. 399-411. doi.org/10.1002/smj.4250100502
- Harrison, J. S.; Bosse, D. A.; Phillips, R. A. (2010). Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage. *Strategic Management Journal*. v. 31, n. 1, p. 58-74. doi.org/10.1002/smj.801
- Hatch, M. J. (1997). *Organization theory: Modern symbolic and postmodern perspectives*. New York, NY: Oxford University Press.
- Hawawini, G.; Subramanian, V.; Verdin, P. (2003). Is performance driven by industry- or firm- specific factors? A new look at the evidence. *Strategic Management Journal*. v. 24, n. 1, p. 1-16. doi.org/10.1002/smj.278
- Kallás, D. (2014). *A moderação da concentração setorial no efeito do ambiente institucional na performance empresarial*. (Tese de doutorado). Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/11865/Tese%20David%20Kallas%20Final.pdf?sequence=3&isAllowed=y> .
- Keats, B. W., Hitt, M. A. (1988). Linkages among environmental dimensions and macro organizational characteristics: a causal modeling approach. *Academy of Management*. v.31, n.3, p.171-175. doi.org/10.5465/256460
- Leon Li, M. Y; Hwang, N. C. R. (2011). Effects of Firm Size, Financial Leverage and R&D Expenditures on Firm Earnings: An Analysis Using Quantile Regression

Approach. *A journal of accounting, finance and business studies*. v. 47, n. 2, p. 182-204. doi.org/10.1111/j.1467-6281.2011.00338.x

Lippman, S. A.; Rumelt, R. P. (2003). A bargaining perspective on resource advantage. *Strategic Management Journal*. v. 24, n. 11, p. 1069-1086. doi.org/10.1002/smj.345

Martins, E.; Diniz, J. A.; Miranda, G. J. (2012). *Análise Avançada das Demonstrações Contábeis: uma abordagem crítica*. São Paulo: Atlas.

McGahan, A. M.; Porter, M.E. (2002). What do we know about variance in accounting profitability? *Management Science*. v. 48, n. 7, p. 834-851. doi.org/10.1287/mnsc.48.7.834.2816

McGahan, A. M.; Porter, M.E. (1997). How much does industry matter, really? *Strategic Management Journal*. v. 18, n. 4, p. 15-30. [doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199707\)18:1+<15::AID-SMJ916>3.0.CO;2-1](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199707)18:1+<15::AID-SMJ916>3.0.CO;2-1)

Misangyi, V. F.; Elms H.; Greckhamer, T.; Lepine, J. A. (2006). A new perspective on a fundamental debate: a multilevel approach to industry, corporate, and business unit effects. *Strategic Management Journal*. v. 27, n. 6, p. 571-590. doi.org/10.1002/smj.530

Morgan, G. (1996). *Imagens da organização*. São Paulo: Atlas.

Newbert, S. L. (2008). Value, rareness, competitive advantage, and performance: a conceptual-level empirical investigation of the resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*. v. 29, n. 7, p. 745-768. doi.org/10.1002/smj.686

Nielsen, B. B.; Nielsen S. (2013). Top management team nationality diversity and firm performance: a multilevel study. *Strategic Management Journal*. v. 34, p. 373-382. doi.org/10.1002/smj.2021

Palepu, K. G.; Healy, P.G; Bernard, V. L. (2004). *Business analysis & valuation: using financial statements*. 3. ed. Thomson Learning: USA

Penman, S. H. (2010a). Financial Forecasting, Risk and Valuation: Accounting for the Future. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*. v. 46, n. 2, p. 211-228. doi.org/10.1111/j.1467-6281.2010.00316.x

Penman, S. H. (2010b). *Financial Statement analysis and security valuation*. McGraw-Hill Companies.

Penrose, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford, UK: Oxford University Press.

Pereira, A. D. F.; Louvet, P. (2011). Efeito moderador do dinamismo ambiental sobre a relação entre estrutura de capital e rentabilidade. *Revista de Administração da UNIMEP*. v. 9, n. 1. [DOI:10.15600/1679-5350/rau.v9n1p49-72](https://doi.org/10.15600/1679-5350/rau.v9n1p49-72)

Porter, M. E. (1986). *Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência*. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus.

Porter, M. E. (1983). Industrial organization and the evolution of concepts for strategic planning: the new learning. *Managerial and Decision Economics*. v. 4, n. 3, p. 172-180. doi.org/10.1002/mde.4090040307

- Porter, M. E. (1981). The contributions of industrial organization to strategic management. *The Academy of Management Review*. v. 6, n. 4, p. 609-620. doi.org/10.5465/amr.1981.4285706
- Powell, T. C. (2003). Varieties of competitive parity. *Strategic Management Journal*. v. 24, n. 1, p. 61-86. doi.org/10.1002/smj.283
- Prescott, J. E.; Kohli, A. K.; Venkatraman, N. (1986). The market share-profitability relationship: An empirical assessment of major assertions and contradictions. *Strategic Management Journal*. v.7, p. 377-394. doi.org/10.1002/smj.4250070407
- Raudenbush, S. W., Bryk A. S. (2002). *Hierarchical linear models. Applications and data analysis methods*. Second Edition. Thousand Oaks: Sage Publications, Ltd.
- Roquebert, J. A.; Phillips, R. L.; Westfall, P. A. (1996). Markets vs. management: what drives profitability? *Strategic Management Journal*. v. 17, n. 8, p. 653-664. [doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199610\)17:8<653::AID-SMJ840>3.0.CO;2-O](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199610)17:8<653::AID-SMJ840>3.0.CO;2-O)
- Rumelt, R. P. (1984). *Towards a strategic theory of the firm. Competitive Strategic Management*. Prentice-Hall: Englewood Cliffs, N. J.; 556-570.
- Rumelt, R. P. (1991). How much does industry matter? *Strategic Management Journal*. v. 12, n. 3, p. 167-185. doi.org/10.1002/smj.4250120302
- Rumelt, R. P.; Schendel, D. E.; Teece, D. J. (1991). Strategic management and economics. *Strategic Management Journal*. v. 12, special issue, p. 5-29. doi.org/10.1002/smj.4250121003
- Rutherford, B. A. A. (2013). Pragmatist Defense of Classical Financial Accounting Research. *A journal of accounting, finance and business studies*. v. 49, n.2, p. 197-218. doi.org/10.1111/abac.12003
- Schechtman, L. (2012). *Variabilidade da tendência do desempenho da firma: uma análise multinível*. (Dissertação de mestrado). Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10844/Disserta%c3%a7%c3%a3o_Mestrado_Louise.pdf?sequence=1&isAllowed=y .
- Scherer, F. M; Ross, D. (1990). *Industrial market structure and economic performance*. EUA: Houghton Mifflin Company.
- Schmalensee R.(1985). Do markets differ much? *American Economic Review*. v.75, n.3, p. 341-351.
- Simerly R.; Li, M. (2000). Environmental dynamism, capital structure and performance. *Strategic Management Journal*. v. 21, n. 1, p.31-49. [doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200001\)21:1<31::AID-SMJ76>3.0.CO;2-T](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200001)21:1<31::AID-SMJ76>3.0.CO;2-T)
- Simons, R. (1999). *Performance Measurement and Control Systems for Implementing Strategy: text e cases*. Hardcover.
- Skogsvik, S.; Skogsvik, K. (2010). Accounting-based probabilistic prediction of ROE, the residual income valuation model and the assessment of mispricing in the swedish stock market. *Abacus*. v. 46, n. 4, p. 387-418. doi.org/10.1111/j.1467-6281.2010.00325.x

Tung, R. L. Dimension of organizational environments: an exploratory study of their impact on organization structure. *Academy of Management Journal*. v. 22, n. 4, p.672-693, 1979. doi.org/10.5465/255808

Venkatraman, N.; Ramanujam, V. (1986). Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches. *The Academy of Management Review*. v. 11, n. 4, p. 801-814. [Doi.org/10.2307/258398](https://doi.org/10.2307/258398)

Wiggins, R. R.; Ruefli, T. W. (2002). Sustained competitive advantage: temporal dynamics and the incidence and persistence of superior economic performance. *Organization Science*. v. 13, n. 1, p. 81-105. doi.org/10.1287/orsc.13.1.81.542