

EFEITOS DA TANGIBILIDADE E INTANGIBILIDADE DE ATIVOS NO DESEMPENHO ECONÔMICO SUPERIOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

Resumo

O objetivo principal da pesquisa foi investigar os efeitos da tangibilidade e intangibilidade de ativos no desempenho econômico 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 MQG. A forma de entrada de dados foi a regressão hierárquica. Os resultados gerais da pesquisa revelaram que a intangibilidade de recursos proporcionou desempenho econômico superior para as firmas brasileiras de capital aberto, tanto para as firmas individualmente como quando agrupadas nos setores da economia. Não foi possível afirmar que a tangibilidade de recursos proporcionasse desempenho econômico superior às empresas brasileiras de capital aberto, quando se analisou todas as firmas da amostra. Por outro lado, demonstrou nos agrupamentos setoriais influência no desempenho econômico superior em alguns setores. Os modelos de intangibilidade e tangibilidade de ativos, juntamente com as variáveis de interação e de controle, conseguiram validar a teoria da VBR de que os recursos influenciam na variabilidade de desempenho econômico das firmas na economia.

Palavras-chave: Tangibilidade. Intangibilidade. Visão Baseada em Recursos. Desempenho Econômico Superior. Valor Econômico Adicionado

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, 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).

No presente trabalho, para se mensurar o desempenho econômico superior, foi criado o indicador Valor Econômico Específico da Firma (VEE). O VEE é uma proposição de medida de desempenho econômico superior que leva em consideração a agregação marginal de valor econômico de uma empresa, em um determinado período de tempo. O VEE pode ser definido então como um indicador de avaliação da vantagem ou desvantagem competitiva da firma em comparação com os seus concorrentes ou competidores dentro de um determinado setor de atuação na economia. Quando o VEE se apresentar positivo, significa que a empresa criou valor acima da média das empresas do mesmo setor, tendo assim, vantagem competitiva traduzida em desempenho econômico superior sobre as demais. Por outro lado, quando este indicador for negativo, denotaria que a empresa não conseguiu criar valor acima da média de valor criado das empresas do setor, tendo, portanto, desvantagem competitiva em termos de desempenho econômico se comparada com as demais empresas do mesmo setor.

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; COHEN, 2005; HITCHNER, 2006). 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; MAURI, MICHAELS, 1998; HAWAWINI et al, 2003). 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).

Há ainda evidências empíricas de que a tangibilidade de recursos pode gerar desempenho econômico superior às firmas (GAVA, 2006; LUCCHESI, FAMÁ, 2007; BHANA, 2008). 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. Os dados para cálculo das variáveis de interesse foram

coletados das demonstrações contábeis das empresas brasileiras de capital aberto, disponíveis na base 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.

A população da pesquisa foi definida como todas as empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA, com informações contábeis disponibilizadas no banco de dados da Consultoria Econômica, no período de 1999 a 2010. Neste período, foram observadas 653 empresas distribuídas em 21 setores. A definição das empresas que foram objeto da presente pesquisa foi fundamentada nos seguintes critérios: A empresa ter disponibilidade de informações contábeis e econômico-financeiras, não apresentar Patrimônio Líquido negativo em nenhum período trimestral, por se presumir situação de insolvência financeira e não pertencer ao setor de Finanças e Seguros e ao setor de Fundos. Com base nos critérios acima descritos, foram obtidos 10551 casos válidos distribuídos em 387 empresas distribuídas em 19 setores de atuação na economia, classificados em um painel de dados contendo 47 séries trimestrais empilhadas e desbalanceadas.

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, 2002; GUJARATI, 2006).

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 a Intangibilidade de Ativos (calculada com base no *Q* de Tobin) e a Tangibilidade de Ativos, mensurada pelo logaritmo da variação do Patrimônio Líquido da firma (VarBook). Como variáveis de controle, foram utilizadas o logaritmo do ativo total da firma (ATLN) representando o tamanho da empresa, o endividamento (END) e o beta (BETA) das empresas como variável de controle do risco das firmas. Além disso foram criadas variáveis de interação dos setores de atuação das firmas.

O modelo usado para verificar os efeitos da Intangibilidade de Ativos 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 Ativos no desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto, é relatado a seguir, pela seguinte equação:

$$VEE_{it} = \alpha_i + \beta_0 * \text{Varbook}_{it} + \beta_1 * \text{ATLN}_{it} + \beta_2 * \text{Endiv}_{it} + \beta_3 * \text{Beta}_{it} + \beta_4 * \text{Varbook} * \text{ATLN}_{it} + \beta_5 * \text{Varbook} * \text{Endiv}_{it} + \beta_6 * \text{Varbook} * \text{Beta}_{it} + \beta_7 * D_{\text{SEC}} + \sum_{j=i}^j \beta_8 * \text{Varbook}_{it} * D_j + \mu_i + \eta_{it}$$

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 Tobim = 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; β_0 = captura o efeito da tangibilidade ou intangibilidade no desempenho econômico; β_1 = captura o efeito do tamanho da firma no desempenho econômico; β_2 = captura o efeito do endividamento no desempenho econômico; β_3 = captura o efeito do risco da firma no desempenho econômico; β_4 = captura o efeito da interação tangibilidade ou intangibilidade com tamanho da firma; β_5 = captura o efeito da interação tangibilidade ou intangibilidade com endividamento da firma; β_6 = 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 estacionaridade para dados em painel propostos por Levin, Lin e Chu (LLC), de Im, Pesaran e Shin (IPS) e de Dickey-Fuller Aumentado (ADF). 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 VIF (*Variance Inflation Factor*) apontou para não existência de multicolinearidade nas variáveis independentes da pesquisa. O teste de Wooldridge (2002) e o teste de Wald Modificado de Greene 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 autocorrelação serial (GUJARATI, 2006). Além disso, os dados foram linearizados com logaritmização de todas as variáveis da pesquisa.

Estimou-se inicialmente, o modelo de regressão via MQO e dados em painel de EF e EA. No entanto, como foram encontrados problemas causados pela não normalidade dos termos de erro, heterocedasticidade e autocorrelação serial, as regressões foram reprocessadas de forma robusta, que transforma estimações MQO em MQG, devido à necessidade de minimizar a variância dos estimadores, tornando-os mais consistentes e confiáveis. As regressões por EF e EA também foram processadas com erro padrão robusto de Newey-West para correção da heterocedasticidade e autocorrelação serial.

Como foram encontrados três resultados distintos nas estimações das regressões do painel estático de dados (MQG, EF e EA), optou-se em não interpretar os resultados das estimações por EF e EA. Com base em testes estatísticos (Teste de Chow), observou-se que as estimações por MQG foram mais consistentes em termos de coeficiente de determinação, significância e intensidade dos coeficientes das variáveis, validando os pressupostos teóricos e metodológicos da pesquisa, portanto, com resultados mais compatíveis com os objetivos da investigação em comparação com as estimações por EF e EA. A seguir apresentam-se os resultados das regressões.

4.1 Regressões múltiplas hierárquicas – Efeitos da Intangibilidade no desempenho econômico superior das firmas

Com base nos resultados da Tabela 1, nas estimações por MQG da regressão hierárquica para o modelo da Intangibilidade de Ativos, verificou-se que a variância não explicada do Valor Econômico Específico das firmas reduziu-se com a adição de blocos de variáveis. Na análise dos coeficientes de determinação das regressões (R^2 Ajustado: 0,1684; 0,3952; 0,4119) para os passos 1, 2, e 3 respectivamente, identificou-se que as variáveis selecionadas (lnQ, lnAT, lnEND, lnBETA e interações lnQxlnAT, lnQxlnEND, lnQxlnBETA) indicaram um poder de explicação de 41,19 % do Valor Econômico Específico das firmas da amostra.

Quanto à significância estatística do teste F, as variáveis preditoras de cada um dos modelos (passos) mostraram-se significativas a 1% de probabilidade, rejeitando a hipótese de que o efeito conjunto destas variáveis foi nulo, sendo assim, pode-se considerar que todas as estimações foram significativas.

Tabela 1 Regressões Múltiplas Hierárquicas – Efeitos da Intangibilidade de Ativos no Valor Econômico Específico da firma

	Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Valor-P
1º Passo	lnAT	0,1776518	0,0834505	0,033**
	lnEND	-0,1165327	0,0087886	0,000***
	lnBETA	-0,0525712	0,0209109	0,012**
	CONSTANTE	-1,004629	0,1548063	0,000***
	R^2 Aj. = 0,1684; F(3, 10547) = 65,55; Prob > F = 0,0000; Obs. = 10551			
2º Passo	Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Valor-P
	lnQ	0,3522003	0,0220853	0,000***
	lnAT	-0,0605845	0,0827465	0,464
	lnEND	-0,0535409	0,0094605	0,000***
	lnBETA	-0,0498205	0,020572	0,015**
CONSTANTE	-0,6158615	0,1530403	0,000***	
R^2 Aj. = 0,3952; F(4, 10546) = 112,75; Prob > F = 0,0000; Obs. = 10551				
3º Passo	Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Valor-P
	lnQ	0,9255687	0,2826157	0,001***
	lnAT	-0,0637542	0,084167	0,449
	lnEND	-0,0596994	0,0096386	0,000***
	lnBETA	-0,0388103	0,0217372	0,074
	lnQ x lnAT	-0,3299934	0,1553858	0,034**
	lnQ x lnEND	0,0626318	0,0197003	0,001***
	lnQ x lnBETA	-0,0769641	0,0389898	0,048**
CONSTANTE	-0,5884902	0,1557549	0,000***	
R^2 Aj. = 0,4119; F(7, 10543) = 67,72; Prob > F = 0,0000; Obs. = 10551				

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

* significativo a 10 %; ** significativo a 5 %; *** significativo a 1 %

Verificou-se, no 1º passo (Tabela 1), que o VEE foi explicado em 16,84% apenas pelas variáveis de controle, (tamanho, endividamento e risco). Foram observados coeficientes estatisticamente significativos para todas estas variáveis e os sinais dos parâmetros foram

coerentes com as expectativas a priori. O sinal positivo e significativo (5%) do tamanho denotou que empresas maiores em termos de ativos e já consolidadas no mercado tendem a apresentar melhores resultados econômicos, corroborando Silveira (2004). Evidenciou então, que aumentos no tamanho influenciaram positivamente o VEE das firmas.

Por sua vez, as variáveis que representam o endividamento e risco se mostraram significativas (1% e 5%) sendo que o sinal negativo do coeficiente das mesmas representa que o acréscimo nos níveis de endividamento e o aumento nos níveis de risco da firma estariam relacionados com reduções no Valor Econômico Específico das firmas da amostra, corroborando Silva e Valle (2008). Tais resultados foram condizentes com a teoria, pois esperava-se que aumentos no tamanho e diminuições no endividamento e risco, aumentariam o desempenho econômico das firmas da amostra.

Já no segundo passo, quando se introduziu a variável de Intangibilidade de Ativos (lnQ), o coeficiente de determinação do modelo aumentou para 39,52%, evidenciando que o VEE tende a ser sensível ao indicador de Intangibilidade de Ativos. O coeficiente positivo e significativo (1%) da variável lnQ indica que aumentos na Intangibilidade de Ativos proporcionam aumentos no desempenho econômico superior das firmas.

Uma possível explicação para o aumento do poder de explicação do modelo com a inserção da variável lnQ reside no fato dos níveis de Intangibilidade de Ativos estarem diretamente associados a aumentos no valor de mercado das firmas, ou seja, a diferença entre o valor de mercado e o valor patrimonial de uma empresa é atribuída aos Ativos Intangíveis da firma. Entende-se que o indicador de Intangibilidade (Q de Tobin) tem a capacidade de capturar tal diferença. Neste segundo passo da regressão, o tamanho da firma tornou-se não significativo, portanto sem efeitos no VEE. O endividamento e o risco se mantiveram significativos (1% e 5%) com sinal negativo, mantendo o padrão do passo anterior, confirmando que aumentos nestas variáveis acarretariam reduções no VEE.

Com relação ao terceiro passo da Tabela 1, quando foram inseridas as interações entre as variáveis de Intangibilidade e variáveis de controle (lnQxlnAT, lnQxlnEND, lnQxlnBETA) identificou-se, pelas interações significativas, que a Intangibilidade de Ativos proporcionou impactos diferentes sobre o VEE das firmas quanto ao endividamento das empresas. A variável lnQxlnEND apresentou sinal diferente se comparada com a variável lnEND nos 1º e 2º passos da regressão. As variáveis de interação lnQxlnBETA e lnQxlnAT apresentaram mesmo sinal das variáveis de origem (lnBETA e lnAT) no 1º passo da regressão hierárquica. Em outras palavras, isso representa que a Intangibilidade de Ativos cria Valor Econômico Específico para empresas com perfis semelhantes quanto aos níveis de endividamento e tamanho, sendo que o endividamento da firma a valor de mercado foi, possivelmente, elemento discriminante do modelo. O tamanho, juntamente com a Intangibilidade, apresentou um efeito moderador no modelo.

No terceiro passo, o poder de explicação do modelo aumentou para 41,19 % bem como a intensidade do coeficiente da variável explicativa (lnQ), em função da entrada das variáveis de interação. Assim, os resultados das estimações do 3º passo da regressão hierárquica sugeriram, quanto ao endividamento, por apresentar sinal contrário na interação, que a Intangibilidade de Ativos pareceu não ter a mesma relação com o valor econômico específico de empresas com níveis de endividamento diferentes.

As variáveis de interação Intangibilidade com risco (lnQxlnBETA) e Intangibilidade com tamanho (lnQxlnAT) seguiram os resultados esperados, evidenciando que aumentos no risco e tamanho das firmas poderiam causar reduções no desempenho econômico. Já a variável de interação intangibilidade com endividamento (lnQxlnEND), por apresentar-se com sinal diferente da variável original endividamento, confirmou os resultados do 2º passo,

no sentido de que a Intangibilidade de ativos não teve a mesma relação com o desempenho econômico de empresas com níveis de endividamento diferentes, sugerindo que o endividamento da firma distinguiu as empresas em termos de desempenho econômico.

Diante dos resultados encontrados na regressão múltipla hierárquica, aceitou-se a hipótese H1, com evidências de haver relação estatisticamente significativa (1%) entre a Intangibilidade de Ativos e o desempenho econômico superior das firmas. Tais resultados reforçaram os argumentos de teóricos de que a Intangibilidade de Ativos contribui no incremento do desempenho econômico das empresas (LEV 2001; CARMELI, TISHLER, 2004; BIANCHI, LABORY, 2004; COHEN, 2005; HITCHNER, 2006). Assim, pode-se sugerir que a intangibilidade se mostrou como um recurso estratégico para as firmas brasileiras de capital aberto.

Para verificar os efeitos da Intangibilidade de Ativos sobre o VEE das empresas brasileiras de capital aberto, considerando-se os setores de atuação das firmas, estimou-se modelos de regressão via MQG tendo o VEE como variável dependente, variáveis de controle (endividamento, tamanho e risco) e variáveis de interação da intangibilidade com os setores de atuação das firmas (lnQ x DSetoriais), conforme apresentado na Tabela 2.

Tabela 2 Regressão MQG – Efeitos da Intangibilidade de Ativos no Valor Econômico Específico da firma considerando os setores da economia

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Valor-P
lnQ	0,9726852	0,2011901	0,002***
lnAT	0,0194978	0,0840733	0,817
lnEND	-0,0610548	0,0095936	0,000***
lnBETA	-0,041794	0,0205991	0,442
lnQ x Agro e Pesca	0,7156179	0,2393101	0,003***
lnQ x Alimentos e Bebidas	0,0699813	0,2277294	0,759
lnQ x Comércio	0,0220393	0,2082087	0,016**
lnQ x Construção Civil	0,134313	0,2165313	0,535
lnQ x Eletroeletrônicos	0,0427601	0,2294096	0,852
lnQ x Energia Elétrica	0,1054061	0,2079475	0,012**
lnQ x Máquinas Industriais	0,0725103	0,2706011	0,789
lnQ x Mineração	-0,6900631	0,286002	0,016**
lnQ x Minerais Não Metálicos	-0,751177	0,2426401	0,002***
lnQ x Outros	0,1615674	0,2040173	0,428
lnQ x Papel e Celulose	0,0911055	0,2757074	0,741
lnQ x Petróleo e Gás	0,2800141	0,2909111	0,003***
lnQ x Química	-0,0758787	0,2195864	0,730
lnQ x Siderurgia	0,1176095	0,2125544	0,580
lnQ x Software e Dados	0,1096273	0,2085034	0,002***
lnQ x Telecomunicações	-0,5011476	0,2306954	0,030**
lnQ x Têxtil	0,1204058	0,2164717	0,578
lnQ x Transportes e Serviços	0,0559772	0,2214316	0,008***
lnQ x Veículos e Peças	-0,4269987	0,2334559	0,067*
CONSTANTE	-0,74131	0,1550966	0,000***

R^2 Ajustado = 0,4814; $F(22, 10528) = 31,76$; Prob > F = 0,0000, Obs. = 10551

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

* significativo a 10 %; ** significativo a 5 %; *** significativo a 1 %

Quanto à significância estatística do teste F, as variáveis preditoras do modelo mostraram-se significativas a 1% de probabilidade, rejeitando a hipótese de que o efeito conjunto destas variáveis é nulo, sendo assim, pode-se considerar que a estimação foi significativa.

Verificou-se um coeficiente de determinação do modelo de 48,14 % quando se considerou os setores da economia. Além de se manter positivo e significativo (1%), houve aumento na intensidade do coeficiente da variável explicativa ($\ln Q$). Das variáveis de controle, apenas o Endividamento mostrou-se significativo (1%) e com coeficiente negativo. Assim, confirmou os resultados anteriores de que o endividamento influenciou negativamente no VEE das firmas.

O coeficiente negativo e significativo da variável $\ln \text{END}$ confirmou que aumentos no endividamento causariam reduções no desempenho econômico, corroborando a teoria a priori. Conforme Silva e Valle (2008), a característica mais importante dos ativos intangíveis é o alto grau de incerteza, associado ao valor dos seus benefícios futuros. Sendo assim, bancos evitam financiá-los. Além disso, pelo alto risco, não servem como boas garantias para o endividamento, levando a empresa a ser financiada, em grande parte, com recursos próprios.

Nas variáveis de interação da Intangibilidade com os setores da economia ($\ln Q \times \text{DSetorial}$), verificou-se variados níveis de intensidade de coeficientes negativos e significativos nos setores Mineração (5%), Minerais Não Metálicos (1%), Telecomunicações (5%) e Veículos e Peças (10%). Verificou-se também variados níveis de intensidade de coeficientes positivos e significativos nos setores Agro e Pesca (1%), Comércio (5%), Energia Elétrica (5%), Petróleo e Gás (1%), Software e Dados (1%) e Transportes e Serviços (1%). Nos demais setores, os coeficientes ($\ln Q \times \text{DSetorial}$) foram não significativos.

A variabilidade nos níveis de intensidade nos coeficientes $\ln Q \times \text{DSetorial}$ evidenciou que a Intangibilidade de Ativos, nos setores, causou efeitos diversos no VEE das firmas. Tal fato ocorreu porque, em alguns determinados setores, os Ativos Intangíveis teriam maior capacidade de criar valor econômico do que em outros (BONTIS et al., 1999; DAUM, 2003) distinguindo empresas nos setores em termos de obtenção de vantagens competitivas, caso coeficiente ($\ln Q \times \text{DSetorial}$) apresente-se positivo e desvantagens competitivas, caso ($\ln Q \times \text{DSetorial}$) apresente-se negativo (PETERAF, 1993).

Os resultados das estimações MQG evidenciaram haver efeito diferenciador na relação Intangibilidade de Ativos e desempenho econômico superior nos agrupamentos setoriais. Assim aceitou-se a hipótese H2 da pesquisa, onde se confirmou que a influência da Intangibilidade de Ativos no desempenho econômico superior das firmas brasileiras de capital aberto foi diferente entre os setores da economia.

Os resultados encontrados na pesquisa validaram os pressupostos teóricos da VBR de que os recursos foram distribuídos de forma heterogênea entre as firmas e setores, causando influências diversas nos resultados econômicos das firmas (PETERAF, 1993); Empresas pertencentes a setores diferentes teriam desempenho econômico heterogêneo (BRITO; VASCONCELOS, 2004).

Além de estudar os efeitos da Intangibilidade de Ativos, a seguir, apresenta-se os resultados da investigação dos efeitos da Tangibilidade de Ativos no desempenho econômico superior das empresas brasileiras.

4.2 Regressões múltiplas hierárquicas – Efeitos da Tangibilidade no Desempenho Econômico Superior das empresas

Para verificar os efeitos da Tangibilidade de Ativos sobre o VEE das firmas, sem se considerarem os setores de atuação das firmas, estimou-se modelos de regressão via MQG por meio de regressões múltiplas hierárquicas.

Tabela 3 Regressões Múltiplas Hierárquicas – Efeitos da Tangibilidade de Ativos no Valor Econômico Específico da firma

	Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Valor-P
1º Passo	lnAT	0,1776518	0,0834505	0,033**
	lnEND	-0,1165327	0,0087886	0,000***
	lnBETA	-0,0525712	0,0209109	0,012**
	CONSTANTE	-1,004629	0,1548063	0,000***
	R ² Aj. = 0,1684; F(3, 10547) = 65,55; Prob > F = 0,0000, Obs. = 10551			
2º Passo	lnVarBook	-0,060719	0,0149965	0,000***
	lnAT	0,2065009	0,0838998	0,014**
	lnEND	-0,1085009	0,0090199	0,000***
	lnBETA	-0,0495371	0,02088	0,018**
	CONSTANTE	-1,004341	0,1548175	0,000***
R ² Aj. = 0,1838; F(4,10546) = 53,33; Prob > F = 0,0000, Obs. = 10551				
3º Passo	lnVarBook	-0,0010192	0,0283127	0,971
	lnAT	0,2090418	0,0839525	0,013**
	lnEND	-0,1233142	0,0147885	0,000***
	lnBETA	-0,0500906	0,0209063	0,017**
	lnVarBook x lnAT	-0,0540635	0,0216776	0,013**
	lnVarBook x lnEND	0,025326	0,018567	0,173
	lnVarBook x lnBETA	0,0811921	0,0306853	0,908
	CONSTANTE	-1,007282	0,1550153	0,000***
R ² Aj. = 0,1904; F(7, 10544) = 31,15; Prob > F = 0,0000; Obs. = 10551				

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

* significativo a 10 %; ** significativo a 5 %; *** significativo a 1 %

Os coeficientes de determinação (R²Ajustado: 0,1684; 0,1838; 0,1904) para os passos, 1, 2, e 3 respectivamente, indicaram que as variáveis selecionadas no modelo (lnVarbook, lnAT, lnEND, lnBETA, interações lnVarbook xlnAT, lnVarbook xlnEND, lnVarbook xlnBETA e interações lnVarbook xDsetoriais) contribuíram com 19,04 % da explicação das variações ocorridas no desempenho econômico e superior das firmas da amostra.

Quanto à significância estatística do teste F, as variáveis preditoras de cada um dos modelos (passos) mostraram-se significativas a 1% de probabilidade, rejeitando a hipótese de o efeito conjunto destas variáveis fosse nulo, sendo assim, estimações significativas.

Com relação às estimações da Tangibilidade de Ativos contra o VEE das firmas, verificou-se no 1º passo (Tabela 3) que o VEE foi explicado em 16,84% apenas pelas variáveis de controle (Tamanho, endividamento e risco). Foram obtidos coeficientes estatisticamente significativos e os sinais dos parâmetros foram coerentes com as expectativas a priori. O sinal positivo e significativo (5%) da variável lnAT denotou que empresas maiores em termos de ativos e já consolidadas no mercado tenderiam a apresentar melhores resultados econômicos, corroborando Silveira (2004). Evidenciou, então, que aumentos no tamanho influenciariam positivamente o VEE das firmas.

Por sua vez, as variáveis que representam o endividamento e risco se mostraram significativas (1% e 5%) sendo que o sinal negativo do coeficiente das mesmas representa que o acréscimo nos níveis de endividamento e o aumento nos níveis de risco da firma estariam relacionados com reduções no Valor Econômico Específico das firmas da amostra, corroborando Silveira (2004). Tais resultados foram condizentes com a teoria, pois esperava-se que aumentos no tamanho e diminuições no endividamento e risco, aumentariam o VEE das firmas da amostra.

No segundo passo, quando se incluiu a variável de Tangibilidade de Ativos (lnVarbook) observou-se que a mesma melhorou o poder de explicação do modelo para um coeficiente de determinação de 18,38%. O coeficiente da variável lnVarbook apresentou-se

negativo e significativo (1%), denotando que aumentos na Tangibilidade provocariam reduções no VEE. Tal resultado validou a análise de correlação, descrita na Tabela 6, de que a tangibilidade influenciaria negativamente o desempenho econômico superior das firmas.

No terceiro passo, ao se inserirem no modelo as variáveis de interação (lnVarbook x lnAT, lnVarbook x lnEND, lnVarbook x lnBETA) observou-se que apenas a variável de interação da tangibilidade e tamanho (lnVarbook x lnAT) mostrou-se negativa e significativa (5%), sendo as demais (lnVarbook x lnEND, lnVarbook x lnBETA) não significativas, portanto, sem efeitos no VEE. Para tais resultados, argumenta-se que o tamanho estaria relacionado com o desempenho por representar o total de ativos da firma, incluindo-se os ativos tangíveis. Pode-se inferir que o tamanho da empresa, medido pelo total de Ativos é, possivelmente, elemento discriminante do modelo.

Os resultados das estimações do 3º passo da regressão hierárquica sugeriram, quanto ao tamanho, por apresentar sinal contrário na interação, que a Tangibilidade de Ativos pareceu não ter a mesma relação com o valor econômico específico de empresas com tamanhos diferentes. Além disso, a tangibilidade mostrou-se não relacionada com o VEE das firmas, uma vez que o coeficiente da variável lnVarbook, no 3º passo, foi estatisticamente, não significativo.

A não significância nas outras variáveis de interação (lnVarbook x lnEND, lnVarbook x lnBETA) no 3º passo denotou que a Tangibilidade de ativos não proporcionou diferentes impactos sobre o desempenho econômico das empresas com níveis diferenciados de endividamento e risco. Era de se esperar que houvesse efeitos distintos em termos de endividamento, uma vez que a variável de controle (lnEND) mostrou-se significativa, não acontecendo o mesmo na interação.

Diante dos resultados encontrados, rejeitou-se a hipótese H3, com evidências de não haver relação estatisticamente significativa entre a Tangibilidade de Ativos e o desempenho econômico superior das firmas da amostra. Tais resultados foram opostos aos trabalhos que defenderam a relação de causa e efeito entre investimentos em ativos tangíveis e o desempenho econômico das empresas (ANTUNES, PROCIANOY, 2003; GAVA, 2006; LYRA, OLINQUEVITCH, 2007; LUCCHESI, FAMÁ, 2007; BHANA, 2008).

Justificando os resultados encontrados, pode-se supor que os recursos tangíveis das empresas estudadas não foram apropriados às demandas colocadas pelo mercado, desta forma, sem capacidade de gerar valor econômico adicionado acima da média (BARNEY, 1991). Além disso, pressupõe-se que a tangibilidade de ativos não atendeu às condições destacadas por Peteraf (1993) – heterogeneidade, mobilidade imperfeita, limites ex ante e ex post à competição. Não se pode afirmar que o conjunto de recursos tangíveis das firmas foram fontes de distinção entre as empresas, refutando as assertivas teóricas da RBV (BARNEY, 1991; PETERAF, 1993; WERNERFELT, 1984).

Para verificar os efeitos da Tangibilidade de Ativos sobre o VEE das firmas, considerando-se os setores de suas atuações, estimou-se modelo de regressão via MQG, tendo o VEE como variável dependente, variáveis de controle (endividamento, tamanho e risco) e variáveis de interação da tangibilidade com os setores de atuação das firmas (lnVarbook x DSetoriais), apresentado na Tabela 4.

Com base nos resultados da Tabela 4, identificou-se que as variáveis selecionadas (lnVarbook, lnAT, lnEND, lnBETA e interações lnVarbook x DSetorial) indicaram um poder de explicação de 27,69 % do Valor Econômico Específico das firmas da amostra.

Tabela 4 Regressão MQG – Efeitos da Tangibilidade de Ativos no Valor Econômico Específico da firma considerando os setores da economia

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Valor-P
lnVarbook	-0,3286087	0,0492675	0,000***
lnAT	0,3725096	0,0906666	0,000***
lnEND	-0,1101696	0,0091804	0,000***
lnBETA	-0,0328543	0,0210159	0,118
lnVarbook x Agro e Pesca	-0,4269987	0,2334559	0,007***
lnVarbook x Alimentos e Bebidas	-0,4358583	0,0620491	0,000***
lnVarbook x Comércio	-0,3781135	0,0606554	0,000***
lnVarbook x Construção Civil	-0,1345209	0,0607892	0,027**
lnVarbook x Eletroeletrônicos	-0,2110382	0,0767678	0,006***
lnVarbook x Energia Elétrica	-0,407929	0,0530324	0,000***
lnVarbook x Máquinas Industriais	-0,4942026	0,1107108	0,000***
lnVarbook x Mineração	-0,5002518	0,1051814	0,000***
lnVarbook x Minerais Não Metálicos	-0,363952	0,0900576	0,000***
lnVarbook x Outros	-0,366649	0,0535815	0,000***
lnVarbook x Papel e Celulose	-0,4188241	0,0718185	0,000***
lnVarbook x Petróleo e Gás	-0,4632168	0,0839252	0,000***
lnVarbook x Química	-0,4150322	0,0612359	0,000***
lnVarbook x Siderurgia	-0,3862571	0,0572941	0,000***
lnVarbook x Software e Dados	0,0020817	0,0749822	0,978
lnVarbook x Telecomunicações	-0,5439066	0,0554197	0,000***
lnVarbook x Têxtil	-0,3556948	0,0626975	0,000***
lnVarbook x Transportes e Serviços	-0,1880637	0,0698464	0,007***
lnVarbook x Veículos e Peças	-0,3022621	0,0693315	0,000***
CONSTANTE	-1,29223	0,1665243	0,000***
R ² A _j = 0, 2769; F(22, 10528) = 20,82; Prob > F = 0,0000, Obs. = 10551			

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

* significativo a 10 %; ** significativo a 5 %; *** significativo a 1 %

Quanto à significância estatística do teste F, as variáveis preditoras de cada um dos modelos (passos) mostraram-se significativas a 1% de probabilidade, rejeitando a hipótese de que o efeito conjunto destas variáveis fosse nulo, sendo assim, pode-se considerar que todas estimações foram significativas.

Verificou-se um coeficiente negativo e significativo (1%) na variável lnVarbook, o que denotou que aumentos na Tangibilidade de Ativos reduziria o VEE das firmas. Já se esperava relação negativa e significativa entre a Tangibilidade e o desempenho econômico superior das firmas.

Segundo Silva e Valle (2008) níveis de tangibilidade de ativos estão relacionados com maior grau de alavancagem, posto que ativos tangíveis são garantias colaterais na captação de recursos de terceiros. Explicam que a variação na tangibilidade de ativos está relacionada com mudanças ocorridas na estrutura de capital, fato que pode ser explicado pelos financiamentos garantidos por alienação fiduciária de ativos imobilizados, que diminuem o resultado econômico com elevações no custo de capital próprio de longo prazo, reduzindo, conseqüentemente os resultados econômicos da firma.

Com relação às variáveis de controle, foram obtidos coeficientes estatisticamente significativos e os sinais dos parâmetros foram coerentes com as expectativas a priori. O tamanho influenciou positivamente e o endividamento negativamente o VEE das firmas.

Com relação às variáveis lnVarbook x DSetoriais, todas as variáveis de interação (excluindo-se as que representam o setor de Software e Dados que obteve coeficiente não significativo) apresentaram coeficientes negativos e significativos (1%), diferindo-se apenas em termos de intensidade. Tal resultado indicou que, em setores específicos da economia, a Tangibilidade de ativos influenciou negativamente, com variado grau de intensidade, o desempenho econômico e específico das firmas nos agrupamentos setoriais.

A explicação para a heterogeneidade de coeficientes das variáveis de interação da tangibilidade com os setores da economia (lnVarbook x DSetoriais) decorre do fato da própria especificidade dos setores, sendo que, em alguns setores, maiores níveis de Tangibilidade de ativos são desejados do que em outros. Outra explicação reside no fato de que os maiores coeficientes negativos foram verificados nos setores com as empresas maiores em termos de ativos (lnAT), evidenciando o tamanho como possível variável discriminante da relação entre a Tangibilidade de Ativos e o desempenho econômico superior.

Os resultados da regressão múltipla com as variáveis de interação dos setores (lnVarbook x DSetoriais) descrita na Tabela 4, sugeriram a aceitação da hipótese H4 da pesquisa, onde foi constatado que a influência da Tangibilidade de Ativos no desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto diferiu, em termos de intensidade, dentre os setores da economia.

As diferenças de desempenho extra setores e influência negativa e significativa da tangibilidade de recursos nos setores da economia convergiram para o pensamento da VBR que os recursos tangíveis em agrupamentos setoriais distinguiram as empresas da amostra em termos de desempenho (BARNEY, 1991; PETERAF, 1993). Assim, a tangibilidade de ativos, nos agrupamentos setoriais, foi fator de desvantagem competitiva para as firmas.

5. Considerações Finais, sugestões e limitações da pesquisa

O objetivo principal da pesquisa foi investigar os efeitos da tangibilidade e intangibilidade de ativos no desempenho econômico e superior das companhias brasileiras de capital aberto, sob a perspectiva da Visão Baseada em Recursos (VBR). Ao se verificar os efeitos da intangibilidade de ativos no desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto, concluiu-se que a Intangibilidade de Ativos criou Valor Econômico Específico para empresas com perfis semelhantes quanto aos níveis de endividamento e tamanho. Concluiu-se que houve relação estatisticamente significativa entre a Intangibilidade de Ativos e o desempenho econômico superior das firmas quando se consideram todas as empresas, independentemente dos setores de atuação das mesmas. Tal resultado reforçou os argumentos de teóricos de que a Intangibilidade de Ativos contribui no incremento do desempenho econômico das empresas e que proporcionou vantagem competitiva para as firmas brasileiras de capital aberto.

Ao se verificar os efeitos da tangibilidade de ativos no desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto, concluiu-se que a tangibilidade mostrou-se não relacionada com o VEE das firmas. Apesar disto, o tamanho da empresa, medido pelo total de Ativos foi o elemento discriminante do modelo. Tais resultados foram opostos aos trabalhos que defenderam a relação de causa e efeito entre investimentos em ativos tangíveis e o desempenho econômico das empresas.

Concluiu-se que os efeitos da Intangibilidade de ativos no desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto diferiu entre os setores da economia. Concluiu-se que a Intangibilidade de Ativos, nos setores, causou efeitos diversos no VEE das firmas. Em alguns determinados setores, os Ativos Intangíveis tiveram maior capacidade de criar valor econômico do que em outros distinguindo empresas nos setores em termos de obtenção de vantagens e desvantagens competitivas. Houve efeito diferenciador na relação Intangibilidade de Ativos e desempenho econômico superior nos agrupamentos setoriais.

Verificou-se que os efeitos da Tangibilidade de ativos no desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto diferiu entre os setores da economia. Concluiu-se que, em setores específicos da economia, a Tangibilidade de ativos influenciou

negativamente, com variado grau de intensidade, o desempenho econômico e específico das firmas nos agrupamentos setoriais.

Os resultados obtidos na pesquisa trouxeram implicações acadêmicas e gerenciais no campo dos estudos em finanças e estratégia de empresas. No aspecto acadêmico, preconizou que os recursos internos da firma (tangíveis e intangíveis) foram fontes de distinção de desempenho entre as empresas, gerando vantagem e desvantagem competitiva. Corroboram estudos anteriores que também validaram os pressupostos da VBR. Apesar disto, entende-se que novas pesquisas precisam ser realizadas com outros indicadores de recursos bem como novos indicadores de desempenho econômico de empresas, de forma a corroborar ou refutar os resultados aqui encontrados.

No aspecto gerencial, os resultados conseguidos podem servir para nortear e embasar administradores de empresas em suas decisões de investimentos, financiamentos bem como o uso de indicadores para medição de desempenho das empresas em termos de comparação com outras empresas intra e extra setores. Chama-se a atenção que em determinados setores, em função da particularidade das empresas que os compõem, níveis de tangibilidade, intangibilidade, endividamento e tamanho das empresas são fatores relevantes para a criação de valor ao acionista acima da média e devem ser levados em conta nos modelos decisórios dos gestores. Também neste sentido, novas investigações devem ser feitas para confirmação ou refutação desses resultados.

Como principais limitações do estudo, reitera-se que a abordagem utilizada foi da VBR. Assim, não foram investigados outros fatores, principalmente externos às firmas e aos setores, que influenciariam no desempenho econômico superior e persistente das firmas brasileiras de capital aberto. Por se utilizarem informações econômico-financeiras das empresas brasileiras de capital aberto, têm-se o problema da baixa liquidez do mercado acionário brasileiro. Outra limitação referiu-se a não padronização das normas contábeis, principalmente antes da lei 11.638/2007. Apesar de se utilizarem análises por setores, os resultados não poderiam ser inferidos para os setores, pois o objeto principal da investigação, foram as firmas brasileiras de capital aberto.

Referências

- 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**, 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**, Stillwater, v. 17, n.1, p. 99-120, mar. 1991.
- BHANA, N. The market reaction to capital expenditure announcements. **Investment Analysts Journal**, Cabo, n. 68, p. 53-64, 2008.
- BIANCHI, P.; LABORY, S. **The economic importance of intangible assets**. Burlington: Ashgate, 2004. 202 p.
- BONTIS, N. et al. The knowledge toolbox: a review of the tools available to measure and manage intangible resources. **European Management Journal**, London, v. 17, n. 4, p. 391-402, Aug. 1999.
- 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**, Curitiba, v. 1, p. 107-129, 2004. Especial.

- CARMELI, A.; TISHLER, A. The relationships between intangible organizational elements and organizational performance. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 25, n. 13, p. 1257-1278, Dec. 2004.
- COHEN, J. A. **Intangible assets: valuation and economic benefit**. New York: J. Wiley, 2005. 162 p.
- DAUM, J. H. **Intangible assets and value creation**. New York: J. Wiley & Sons, 2003. 343 p.
- GAVA, A. M. **Mensuração simultânea do impacto no mercado de capitais das decisões de investimento e financiamento da empresa**. 2006. 96 f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006.
- GUJARATI, D. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. 840 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: J. Wiley, 2006. 1336 p.
- LEV, B. **Intangibles: management, measurement, and reporting**. Washington: Brookings Institution, 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**, São Paulo, v. 42, n. 2, p. 249-260, abr./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**, Blumenau, v. 3, n. 2, p. 39-53, maio/ago. 2007.
- MAURI, A. J.; MICHAELS, M. P. Firm and industry effects within strategic management: na empirical examination. **Strategic Management Journal**, Sussex, n. 19, p. 211-219, 1998.
- NELSON, R. R. Why do firms differ, and how does it matter? **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 12, p. 61-74, 1991.
- PETERAF, M. A. The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. **Strategic management journal**, Sussex, v. 14, n. 3, p. 179-191, mar. 1993.
- SCHMALENSEE, R. Do markets differ much? **American Economic Review**, Nashville, n. 75, p. 341-351, June 1985.
- SILVA, A. F.; VALLE, M. R. Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 12, n. 1, p. 201-229, jan./mar. 2008.
- SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade. determinantes e correlação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 254 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- WERNERFELT, B. A resource-based view of the firm. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 5, n. 2, p. 171-179, Apr./June 1984.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Cambridge: The Mit, 2002. 752 p.