



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM
CONTABILIDADE E CONTROLADORIA**

MÔNICA LUCINDO

**VANTAGEM COMPETITIVA NO SETOR DO COMÉRCIO:
CRIAÇÃO DE VALOR POR MEIO DE MÉTRICAS CONTÁBEIS**

**Belo Horizonte - MG
2017**

MÔNICA LUCINDO

**VANTAGEM COMPETITIVA NO SETOR DO COMÉRCIO:
CRIAÇÃO DE VALOR POR MEIO DE MÉTRICAS CONTÁBEIS**

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito para obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade. Área de Concentração: Contabilidade Financeira

Orientador: Professor Dr. José Roberto de Souza Francisco.

Co-orientador: Professor Dr. Luiz Cláudio Louzada.

**Belo Horizonte - MG
2017**

Ficha catalográfica

Lucindo, Mônica.
L938v Vantagem competitiva no setor do comércio [manuscrito]: criação
2017 de valor por meio de métricas contábeis / Mônica Lucindo. – 2017.
102 f.: il., gráfs. e tabs.

Orientador: José Roberto de Souza Francisco.

Coorientador: Luiz Cláudio Louzada.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas Gerais,
Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Controladoria e
Contabilidade.

Inclui bibliografia (f. 92-102).

1. Contabilidade – Teses. 2. Finanças – Teses. I. Francisco, José
Roberto de Souza. II. Louzada, Luiz Cláudio. III. Universidade
Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-graduação e Pesquisas em
Controladoria e Contabilidade. IV. Título.

CDD: 657

Elaborada pela Biblioteca da FACE/UFMG. – NMM/094/2017

Mônica Lucindo

Esta Dissertação foi julgada adequada pelo Curso de Mestrado em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Belo Horizonte, 31 de maio de 2017.

Prof. Wagner Moura Lamounier
Coordenador do Curso

BANCA EXAMINADORA

Prof. José Roberto de Souza Francisco
(Orientador)

Prof. Luiz Cláudio Louzada
Co-Orientador
UFES

Prof. Eduardo Mendes Nascimento
CEPCON/UFMG

Prof. Flávio Dias Rocha
CAD/UFMG

Belo Horizonte, 2017

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho primeiramente a Deus.
Pela proteção e amparo em toda a minha caminhada.
Aos meus Pais: Zulmira dos Santos Lucindo e Vulmar Lucindo (in
memorian). Por todo amor, paciência e dedicação que me
proporcionaram. E também pela oportunidade de agregação de valores
morais que me possibilitaram chegar até aqui. Aos meus irmãos pela
tolerância e carinho nos momentos em que estive ausente dos
encontros familiares.

AGRADECIMENTOS

Sou eternamente grata a Deus por mais uma conquista, quero compartilhar essa alegria com todos os meus familiares e amigos, sempre expressando o seu apoio, mesmo quando tudo dava mostra de dificuldades exarcebadas.

Ao meu orientador Professor Doutor José Roberto de Souza Francisco e ao meu Co-orientador Professor Doutor Luiz Cláudio Louzada pelo incentivo para continuar a pesquisa e aprimoramento dos conhecimentos. Agradeço a parceria, confiança, inspiração e contribuição nos apontamentos para melhor elaboração desta dissertação.

Quero também registrar a minha gratidão a todos os mestres que tive a oportunidade de cruzar o caminho em especial: Valéria Gama Fully Bressan, Wagner Moura Lamounier, Poueri do Carmo Mário, Laura Edith Taboada Pinheiro, Márcia Athayde, Rosimeire Pimentel Gonzaga, Márcio Augusto Gonçalves, Jacqueline Veneroso Alves da Cunha, Rafael Morais de Souza.

Agradeço a Adalton Lucindo, Marly R. Lucindo, Ricardo Lucindo, Mônica S. Pires, Valentina, Marcos A. Lucindo, Diego H. Lucindo, Maura Lucindo, Rogério Lucindo, Gilmar Lucindo, Vulmar Lucindo Filho, Camila Lucindo, Caio Lucindo, Cássio Lucindo, Leandro Dutra, Karina L. Dutra, Leandro, Vitor Hugo, Junio H. Dutra, Pablina Bettoni, Rafael L.R. Lucindo, Nayara E. Lucindo, Regina, Reginaldo Lucindo, Gabriela R. Lucindo, Graziella R. Lucindo, Edgar R. Lucindo, Haroldo M. Lucindo, Ronaldo M. Lucindo, Helvio Teixeira, Milena de Cassia Rocha, Elisiane dos Santos Firmino, Zilda, Antônio, Norma, Reinaldo Lopes, Eliana Lopes, Gina, Carolina Magda Roma, Daniel Koimbra, Karine Aureliano Silva, Gilmar Avelar, Vanessa Assis, Angelyna Fagundes, Helvécio, Rosimere S. Coelho, Alexandre R. André, Enderson Garcia, Sandra Caldeira, Aparecida Caldeira, Neusa, Jair, Flávio Dias Rocha, Francisco do Couto, Gizele Martins, Alexandre O. Chagas, Adriano A. A. Oliveira, Francisco V. Barbosa, Eliana M. Torga, Adriana Solé, Alexandre Victor, Alexandre B. Queiroz, Frank de Mello Liberato, Alexandre Chagas, Helton P. Guedes, Emanuely M.T.D. Borges, Ederson S. Ramalho, Edvander Luis de Moura. Aos colegas do mestrado. E aqueles cujos nomes não foram citados, mas acompanharam a minha batalha. Muito obrigada a todos pela amizade pelo carinho.

Agradeço aos funcionários da UFMG, pela paciência e dedicação, em especial: Joyce e Patrícia da Secretaria do curso e ao pessoal da portaria e da biblioteca.

RESUMO

Esta dissertação é um estudo sobre a vantagem competitiva no setor de comércio. E o principal objetivo desta pesquisa é investigar se os indicadores adotados nesta pesquisa explicam a vantagem competitiva das firmas no setor de comércio, utilizando métricas contidas na estrutura das demonstrações contábeis, verificando o efeito das variáveis internas e externas. A motivação desta pesquisa é investigar a capacidade que as métricas contidas na estrutura das demonstrações contábeis tem de explicar a vantagem competitiva da empresa. O universo da pesquisa foi composto por todas as empresas do setor de comércio listadas na BM&F Bovespa detentoras de ações ordinárias no período de 2006 a 2016 sendo os dados anuais. Do total de 28 empresas 11 foram retiradas por apresentarem dados ausentes. Foi preciso efetuar a padronização dos dados por meio da seguinte operacionalização: o valor observado menos a média dividida pela amplitude máxima subtraída da amplitude mínima devido a diferença de escala entre as variáveis. No estudo foi utilizado o método científico empírico-analítico quantitativo através de pesquisa não experimental e a técnica estatística modelo dados em painel curto, porque o período analisado de 10 anos é menor que a quantidade de empresas que compõe a amostra. O principal achado da pesquisa é que as variáveis que explicam a vantagem competitiva no setor do comércio são: Capital de giro, Lucro por ação, valor Patrimonial por ação e índice de *herfindahl* que apresentaram Beta estatisticamente diferente de zero. O restante das variáveis do modelo teve betas considerados estatisticamente iguais a zero. A contribuição deste estudo está em fomentar debate sobre os setores da economia brasileira por meio de métricas contábeis e variáveis externas em torno do tema desempenho.

Palavras-Chave: Vantagem competitiva. Sustentabilidade financeira. Criação de valor.

ABSTRACT

This dissertation is a study of the competitive advantage in the commerce sector. And the main objective of this research is to investigate whether the indicators adopted in this research explain the competitive advantage of firms in the commerce sector, using metrics contained in the structure of the financial statements, verifying the effect of internal and external variables. The motivation of this research is to investigate the capacity that the metrics contained in the structure of the financial statements has to explain the competitive advantage of the company. The research universe consisted of all the companies in the trading sector listed on BM & F Bovespa holding common shares in the period from 2006 to 2016, and the annual data. Of the total of 28 companies 11 were withdrawn due to missing data. It was necessary to standardize the data by means of the following operation: the observed value less than the average divided by the maximum amplitude subtracted from the minimum amplitude due to the difference of scale between the variables. In the study we used the quantitative empirical-analytical scientific method through non-experimental research and the model statistical technique given in short panel, because the analyzed period of 10 years is smaller than the number of companies that compose the sample. The main finding of the research is that the variables that explain the competitive advantage in the commerce sector are: Working capital, Earnings per share, Equity per share and herfindahl index that presented Beta statistically different from zero. The rest of the model variables had betas considered statistically equal to zero. The contribution from the study is to foment debate about the sectors of the Brazilian economy through accounting metrics and external variables around the performance theme.

Key Words: Competitive Advantage. Financial Sustainability. Value Creation.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Valor criado versus valor apropriado	15
Figura 2 – Estrutura de Pesquisa	52
Figura 3 – Estrutura esquemática de pesquisa	53
Figura 4 – Organograma da amostra pesquisada	58

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Variação do volume de vendas no varejo brasileiro em 2016	57
Quadro 2 – Empresas da amostra	59
Quadro 3 – Variáveis independentes e dependentes	67
Quadro 4 – Pressupostos do modelo dados em painel	77

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Teste de normalidade das variáveis	70
Tabela 2 – Testes de pressupostos	72
Tabela 3 – VIF	73
Tabela 4 – Estatísticas descritivas das variáveis	74
Tabela 5 – Correlação de <i>Person</i> para variáveis	76
Tabela 6 – Teste de <i>Chow</i>	80
Tabela 7 – Teste de <i>Bresch Pagan</i>	82
Tabela 8 – Teste de <i>Hasman</i>	84
Tabela 9 – Teste de <i>Wooldrige</i>	84
Tabela 10 – Teste de <i>Likelihood</i>	84
Tabela 11 – Modelo Final	86
Tabela 12 – Média anual do índice de <i>Herfindahl</i>	87
Tabela 13 – Posicionamento das empresas	88

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AC – Ativo Circulante.

ADVFN – Advanced Financial Network

ARLP – Ativo Realizável a Longo Prazo.

CDG – Capital de Giro.

EBIT – Lucro Antes dos Juros e Tributos (Imposto de Renda e Contribuição Social Sobre o Lucro)

VIF - *Variance Inflation Fator*

HHIe – Índice de *Herfindahl* da empresa

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

LC – Liquidez Corrente

LG – Liquidez Geral

PC – Passivo Circulante

PMC – Pesquisa Mensal de Comércio

PÑC – Passivo Não Circulante

PL - Patrimônio Líquido

PMRV – Prazo Médio de Recebimento de Vendas

PMPC – Prazo Médio de Pagamento de Compras

PMRE – Prazo Médio de Renovação de Estoque

RBV – Visão Baseada em Recursos

RL – Receita Líquida

ROA – Retorno Sobre os Ativos

ROI – Retorno Sobre Investimentos

ROE – Retorno Sobre Patrimônio Líquido

ROIC – Retorno Sobre Capital Investido

Δ PL – Variação do Patrimônio Líquido

Δ RL – Variação da Receita Líquida

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO

1.1 Considerações iniciais	13
1.2 Contextualização	15
1.3 Problema de pesquisa	16
1.4 Objetivos	17
1.4.1 Objetivo geral	17
1.4.2 Objetivos específicos	17
1.5 Justificativa	18
1.6 Estrutura dos capítulos	20

2 REVISÃO TEÓRICA

2.1 Abordagem contingencial da contabilidade	21
2.2 Vantagem competitiva	24
2.2.1 Vantagem Competitiva e criação de valor	29
2.2.2 Medida de competição ou concentração	34
2.3 Indicador	35
2.3.1 ROIC – Retorno operacional sobre ativo	39
2.3.2 índices de métricas contábeis	40
2.3.2.1 Índices de liquidez	40
2.3.2.2 Liquidez corrente	41
2.3.2.3. Liquidez geral	41
2.3.3 Índices de atividade (prazos médios)	42
2.3.3.1 Prazo médio de recebimento de vendas	42
2.3.3.2 Prazo médio de pagamento de compras	43
2.3.3.3 Prazo médio de renovação de estoque	43
2.3.3.4 Variação do patrimônio líquido	44
2.3.3.5 Variação da receita líquida	44
2.3.3.6 Capital de giro	44
2.3.3.7 Lucro antes dos juros e tributos (EBIT)	46
2.3.3.8 índices de múltiplos	47
2.3.3.8.1 Valor patrimonial da ação(VPLA)	48
2.3.3.8.2 Lucro por ação (LPA)	48
2.3.3.8.3 Dividendos por ação	48

2.3.3.8.4 <i>Payout</i>	48
2.3.3.9 Índice de <i>herfindahl hushamann</i>	49
3 METODOLOGIA	
3.1 Estrutura de pesquisa	51
3.1.1 Estrutura geral de pesquisa	51
3.1.2 Estrutura esquemático de pesquisa	53
3.1.3 Definição do método	53
3.1.4 Abordagem metodológica.....	54
3.1.5 Delineamento da pesquisa	54
3.2 Técnicas utilizadas.....	55
3.3 Amostra	55
3.4 Técnicas de coleta de dados.....	59
3.5 Procedimentos econométricos	60
3.6 Modelo estatístico.....	61
3.6.1 Modelo empilhados (<i>Pooled</i>)	63
3.6.2 Modelo de efeitos fixo	63
3.6.3 Modelo de efeitos aleatórios.....	64
3.6.4 Testes de suposição diagnóstico	64
3.6.5 Endogeneidade.....	65
3.7 Resumo das variáveis	66
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	
4.1 Normalidade das variáveis.....	69
4.2 Estatísticas descritivas e matriz de correlações das variáveis	73
4.2 Dados em painel curto	77
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	

1. INTRODUÇÃO

Neste capítulo são apresentadas as considerações iniciais relacionadas ao assunto objeto do trabalho. Em seguida, é exposta uma contextualização, problema de pesquisa, objetivo geral e específico é definidos, e, finalizando, os aspectos que justificam e proporcionam relevância ao estudo.

1.1 Considerações iniciais

Sustentabilidade vem do latim “sustentare” que significa sustentar, suportar, conservar em bom estado, manter, resistir. Considerando Faeth (1994) e Ramos Filho (2000) como base, ampliando e adequando o conceito geral de sustentabilidade, pode-se definir o conceito específico de sustentabilidade financeira de uma empresa como a capacidade da empresa autoprover recursos financeiros para enfrentar contratempos decorrentes da sua exploração econômica que se articula sobre a autonomia financeira, o equilíbrio do crescimento e o fluxo adequado de caixa. Porém é preciso levar em conta as vantagens de curto e longo prazo e a possibilidade de ações alternativas (BELLEN, 2005). Em uma abordagem mais competitiva Afonso (2006) afirma que, as empresas devem desenvolver no mercado oportunidades sustentáveis até então inexistentes, que propiciem uma nova agregação de valor. A sustentabilidade empresarial é indicada por Wright (2006) como fator importante na geração de retornos superiores às empresas que a praticam. Andrade (2007) afirma que, sustentabilidade é a competência de produzir bens e ainda permanecer a capacidade de continuidade, é a ausência de autodestruição, é a aplicação adequada de bens disponíveis, é o entrave de que fatores externos possam interferir no ciclo de vida da organização ou dos fatores de perpetuação almejada.

A vantagem competitiva sustentável é o meio pelo qual a empresa consegue retornos acima da média do mercado, é também resultante de desempenhos acima da média de seus concorrentes, e pode ser obtida através da implantação de estratégias que combinem os recursos à disposição e oportunidades identificadas no mercado (LEASK, 2004).

A vantagem competitiva da firma definida como a criação de valor superior da média de seus concorrentes diretos, que é inferida a partir da análise do desempenho relativo da firma em relação aos concorrentes próximos e à indústria em que se insere (PORTER, 1991 e BARNEY, 1991).

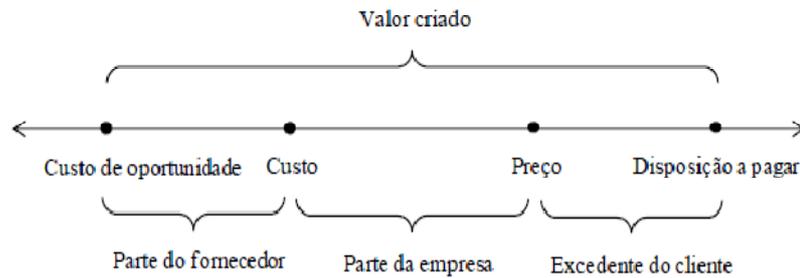
O significado para o construto de vantagem competitiva é inicialmente oferecido por Brandenburger e Stuart (1996), como o intervalo de valor criado entre as fronteiras da disposição a pagar pelo cliente e o custo de oportunidade dos fornecedores. Autores posteriores aprofundaram esse entendimento, implica que a aferição de vantagem competitiva dependerá do contexto de inserção da empresa e das suas relações na cadeia vertical (ADEGBESAN, 2009; ADNER e ZEMSKY, 2006). Em função das interações com fornecedores e clientes, a empresa pode criar mais valor e expandir as fronteiras da disposição a pagar e o custo de oportunidade. Aspectos dinâmicos e sociais influenciam a forma de reconhecimento do valor criado por parte dos atores envolvidos (BLYLER; COFF, 2003).

Em termos de abrangência, esse intervalo integra vários interesses de pesquisa em estratégia, seja a discussão sobre a cadeia de valor (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 1996; Ghemawat & Rivkin, 2006; Porter, 1985), seja o debate sobre o desenvolvimento de recursos e capacidades (BLYLER; COFF, 2003; DYER; SINGH, 1998; HANSEN; HOSKISSON, BARNEY, 2008).

Empresas que criam valor acima da média de sua indústria devem apresentar resultados superiores, no entanto o desempenho organizacional pode ser afetado em várias formas e dimensões (COMBS, CROOK, SHOOK, 2005; RICHARD *et al*, 2009). E ainda as indústrias se relacionam com o desempenho da organização de forma mais complexa que possa parecer (COMBS; CROOK; SHOOK, 2005 e KALLÁS, 2014).

Valor criado não é necessariamente valor apropriado porque pode ou não ser apropriado pela empresa na forma de lucro; enquanto o custo de oportunidade e disposição a pagar define o valor criado, preço e custo definem o valor apropriado conforme Figura 1 Valor criado versus valor apropriado.

Figura 1: Valor criado versus valor apropriado



Fonte: adaptado de Brandenburger e Stuart (1996)

A parte apropriada pela empresa é materializada em lucro, a manifestação mais direta da criação de valor. Porém, para além desses limites, há outras implicações da criação de valor (LEPAK, SMITH, TAYLOR, 2007). Na interação com clientes, a diferença entre a disposição a pagar e o preço define o chamado excedente do cliente, isto é, o valor capturado pelo cliente (BOWMAN e AMBROSINI, 2000; PRIEM, 2007). Assim esse trabalho relaciona vantagem competitiva e métricas contábeis da a proposição de investigar se os indicadores de desempenho explicam a vantagem competitiva das firmas.

1.2 Contextualização

No ambiente competitivo e de rápidas modificações que as organizações enfrentam no Brasil e em boa parte do mundo a informação é essencial para sua sobrevivência, mas não a informação em sua forma física e estática, e sim a gestão da informação e de seu fluxo com a finalidade de gerar conhecimento e como resultado oferecer subsídios para as tomadas de decisões nas empresas.

A teoria da institucionalização é o meio pelo qual as organizações ganham legitimidade perante a sociedade adquirindo caráter permanente e avalizando sua sobrevivência no ambiente de negócios no qual está inserida. Já a abordagem contingencial na ótica de dentro da empresa vai nos auxiliar a entender como se dar o ajuste entre os fatores contingências, quaisquer variáveis que podem afetar a relação entre a estrutura e o desempenho organizacional, interno e externo específico de cada empresa. Quanto melhor este ajuste maior a possibilidade da organização atingir os seus objetivos. E a procura por vantagem

competitiva está presente em boa parte dos estudos sobre estratégia, assim como nas orientações das decisões empresariais. A Vantagem competitiva é tida como a principal hipótese para explicar o desempenho superior das empresas, e, assim, passa a representar o objetivo fundamental da gestão estratégica. Algumas empresas podem apresentar bons desempenhos sem necessariamente possuir vantagem competitiva. E o esforço para se manter na liderança é constante e árduo porque as empresas precisam ter recursos valiosos, raros e de difícil imitação. Recursos valiosos admitem melhorar o desempenho, aproveitar oportunidades e neutralizar ameaças procedentes do ambiente externo. Os recursos raros são aqueles que têm alta demanda, ou seja, não estão sendo utilizado simultaneamente por outras empresas. Os recursos não imitáveis ou imperfeitamente imitáveis são os que são fonte de vantagem competitiva sustentável e outras organizações não podem obtê-los.

1.3 .Problema de Pesquisa

Há carência dos estudos que tratam a interação vantagem competitiva e desempenho financeiro diretamente, pois boa parte foca no estudo de variáveis explicativas, considerando que a relação entre os construtos é inequívoca (CHAN, SHAFFER, SNAPE, 2004; DREYER e GRO- NHAUG, 2004; HILLMAN e KEIM, 2001; MORROW JR. *et.al.*, 2007; POWELL, 1992; YEOH e ROTH, 1999).

Se a vantagem competitiva é integralmente definida como desempenho superior ou se essa relação sempre ocorrer de forma direta e perfeita, não precisa de dois construtos. Além do mais, se existe entre eles uma lógica de causa e efeito, a vantagem competitiva é, certamente, um construto diferente do desempenho (POWELL, 2001).

A análise relação causal entre a vantagem competitiva e o desempenho organizacional leva a uma lógica pela qual a vantagem competitiva é condição insuficiente para o desempenho (POWELL, 2001; TANG; LIU, 2010). Ou seja, é possível se verificar desempenho superior sem que a empresa apresente vantagem competitiva e é possível que a vantagem competitiva não resulte em desempenho superior.

Portanto a Vantagem Competitiva é a principal hipótese para explicar a heterogeneidade do desempenho entre as empresas (BRITO e BRITO, 2012).

Neste arcabouço, realizou-se um estudo em torno da vantagem competitiva no setor do comércio. A questão de pesquisa é a seguinte: **De que forma os indicadores adotados nesta pesquisa explicam a vantagem competitiva das firmas no setor de comércio, por meio de métricas contábeis?**

1.4 Objetivos

1.4.1 Objetivo geral

O objetivo do presente trabalho é investigar se os indicadores adotados nesta pesquisa explicam a vantagem competitiva das firmas no setor de comércio, utilizando métricas contidas na estrutura das demonstrações contábeis, verificando o efeito das variáveis internas e externas, analisadas no período de 2006 a 2016.

1.4.2 Objetivos específicos

- Analisar, sob o prisma da vantagem competitiva, as características mais importantes do setor de comércio.
- Identificar quais indicadores adotados nesta pesquisa influenciam a vantagem competitiva no setor de comércio.
- Analisar o índice de concentração no setor do comércio baseada no índice de *herfindahl-hirshmann* (HHi).

1.5 Justificativa

Este trabalho, em termos teóricos, justifica-se pelo fato de buscar contribuir para os estudos específicos sobre a vantagem competitiva. E em termos práticos este estudo pretende ser mais uma opção de fonte de informações do setor de comércio para tomada de decisões dos gestores.

A relevância do presente trabalho reside em elevar a dimensão do contábil, do gerencial e operacional para o nível estratégico no sentido do que é planejado estar ajustado ao que é realizado para melhorar cada vez mais a eficácia da empresa.

A eficácia organizacional supera as fronteiras do que é habitualmente abordado pelo desempenho econômico e financeiro da empresa (RICHARD *et al.*, 2009). O desempenho organizacional está contido no grupo da eficácia, se sujeita a essa licença de operação que configura a eficácia organizacional. O desempenho possui diversas dimensões que podem ser abordadas por diferentes pontos de vistas dessa forma neste estudo buscou verificar se os indicadores adotados nesta pesquisa explicam a vantagem competitiva das firmas no setor do comércio.

Há um consenso por parte dos autores da existência da multidimensionalidade do desempenho organizacional, porém é abordada em formas específicas (COMBS, CROOK, SHOOK, 2005; RICHARD e outros, 2009; VENKATRAMAN e RAMANUJAM, 1986).

Este estudo adotou a dimensionalidade definida por Richard *et al.* (2009) do contexto ambiental no qual se pesquisa o desempenho. Em diferentes contextos, as empresas buscam resultados distintos, seja em medidas financeiras como não financeiras, competindo por desenvolvimento tecnológico, satisfação do cliente, liquidez, entre outros, o desempenho organizacional é algo específico da escolha estratégica de cada empresa.

Para Araújo (2001), a mensuração do desempenho tem como objetivo prover os gestores com *insights*, para que possam saber sobre o que se fez, o modo que se fez, onde pode ser aperfeiçoado, e, ainda, quando o sistema está sob ou fora de controle. O sistema de

mensuração deve ser desenvolvido de forma a captar e organizar dados, e comunicá-los de forma clara e rápida, possibilitando tomar providências para aprimorar o desempenho global.

Já um sistema de medição de desempenho é um conjunto coerente de métricas usado para quantificar a eficiência e a eficácia (CORRÊA e CORRÊA;2006).

A avaliação de desempenho tem os seguintes objetivos (FIGUEIREDO e CAGGIANO, 2008):

- Calcular a eficiência com que as responsabilidades assumidas pelos gestores têm sido desempenhadas;
- Identificar as áreas onde ações corretivas devem ser implementadas;
- Possibilitar uma comparação entre o desempenho dos diferentes setores da organização e descobrir as áreas onde melhorias devem ser objetivadas;
- Assegurar que os gestores estão motivados para o cumprimento dos objetivos da organização;

A analogia entre as organizações e o ambiente torna-se o centro na teoria institucional, pois parte da concepção de que “as organizações estão imersas em ambientes dos quais elas retiram e a eles transmitem modos adequados de ação, sobretudo de natureza estratégica” (FONSECA; MACHADO-DA-SILVA, 2010).

Segundo Peci (2005) o princípio dos estudos organizacionais que se basearam nesta proposição apresentava um conceito de instituição com características mais prescritivas. Concentravam-se com os modos pelos quais as organizações poderiam tornar-se uma instituição, ou melhor, o jeito pelo qual estas organizações poderiam obter legitimidade diante a sociedade adquirindo caráter permanente e avaliando sua sobrevivência no ambiente de negócios no qual está inserida.

A Teoria Institucional tem favorecido maior entendimento dos fenômenos organizacionais, especialmente no que se refere à reação das organizações às pressões do ambiente em que estão inseridas. Selznick (1957) desenvolveu um modelo de sistema natural que ficou notório como teoria institucional por meio da qual ele avalia as organizações como sendo “uma expressão estrutural da ação racional” que padecem pressões do ambiente social e terminam por se converter em sistemas orgânicos.

Nesta pesquisa a Teoria Institucional favorece percepção da dinâmica por dentro das empresas analisadas no que diz respeito as variáveis internas e externas a organização. A contribuição deste estudo está em fomentar debate sobre os setores da economia brasileira por meio de métricas contábeis e variáveis externas em torno do tema desempenho.

1.6 Estrutura dos Capítulos

O presente estudo foi dividido em cinco capítulos. O primeiro capítulo aborda a introdução ao tema, foi apresentada uma breve contextualização e o problema de pesquisa proposto. Em seguida, foram apresentados os objetivos geral e específicos e também, a justificativa do trabalho, ou seja, a relevância do estudo proposto. No capítulo dois, o referencial teórico, foi dividido em três partes: Abordagem contingencial da contabilidade, onde se relatou o histórico de seu surgimento, bem como, o funcionamento das organizações é afetado por fatores contingentes e importância. A segunda etapa aborda a origem da Vantagem competitiva, Vantagem competitiva e criação de valor e medida de competição ou concentração. Na última etapa do referencial teórico relata os indicadores de gestão empresarial tais como: roic, índices de liquidez, índices de atividade, variação do patrimônio Líquido, variação da receita líquida, capital de giro, lucro antes dos juros e tributos, índices de múltiplos e o índice de *herfindahl*. com conceitos e as fórmulas. No capítulo três, apresenta-se a metodologia do presente estudo: o método de pesquisa escolhido. São também definidos o objeto de pesquisa, a população-alvo, a amostra utilizada, e, por fim, a forma de coleta e análise dos dados. O quarto capítulo apresenta-se as análises dos dados com base nos resultados obtidos. No quinto e último capítulo, encontram-se as conclusões do trabalho, as contribuições teóricas e práticas, limitações da pesquisa e sugestões para novas pesquisas na área.

2. REVISÃO TEÓRICA

A proposta desta seção é propor a fundamentação teórica que subsidiarão o desenvolvimento deste trabalho. Ao longo do texto, buscou-se compreender o conceito de abordagem contingencial da contabilidade, vantagem competitiva, criação de valor e estudos relacionados ao tema.

2.1 Abordagem contingencial da contabilidade

Chandler (1962) abordou a estratégia de negócios como sendo algo fortemente contextual e focado na organização. E a estratégia era percebida como definição de um fenômeno na organização. Os estudos iniciais tendiam a adotar a abordagem de analisar um domínio e de investigar questões ocasionadas de contingências dominantes que surgiram a partir desses estudos. Miles e Snow (1978) realizaram estudos detalhados de uma área específica da organização. E sua tipologia originou da observação meticulosa de variação padronizada dentro deste domínio. Com a elaboração de um quadro simples para descrever o comportamento estratégico que pode servir para identificar diferenças gerais na estratégia entre organizações.

Há diversas histórias de como os sistemas de contabilidade cresceram em sofisticação, em reação às necessidades do modelo emergente de organização industrial (CHANDLER & DAEMS, 1979; JOHNSON e KAPLAN, 1987; KAPLAN, 1983). No entanto autores de outras escolas têm sinalizado que em certa medida o incremento de contabilidade pode ser vista não exclusivamente como uma resposta a novas necessidades, mas como sendo constitutiva deles (HOPWOOD, 1987; LOFT, 1991).

Na perspectiva da Teoria da Contingência, as organizações são consideradas sistemas abertos, contendo características organizacionais que interagem entre si e com o ambiente, sendo que as características ambientais figuram como variáveis independentes e as características

específicas das organizações funcionam como variáveis dependentes (JUNQUEIRA, 2010; MORGAN, 2007; SILVA, 2012). As empresas enquanto sistemas abertos necessitam de cuidadosa administração no sentido satisfazer e equilibrar as necessidades internas e a adaptação às circunstâncias ambientais externas (MORGAN; 2007). O autor também afirma que não existe melhor modo de organizar. O jeito adequado depende do tipo de atividade e do ambiente dentro do qual a empresa está interagindo.

A Teoria da Contingência aborda como o funcionamento das organizações é afetado pelos fatores contingentes (BEUREN e FIORENTIN, 2014). Podem ser denominados fatores contingentes quaisquer variáveis que possuam um efeito moderador sobre a relação entre determinada característica organizacional e o desempenho da organização; ou seja, fatores que podem afetar a relação entre a estrutura e o desempenho organizacional (CHENHALL & CHAPMAN, 2006; DONALDSON, 2001). Ainda segundo Brant (2010) tal teoria “procura explicar os fatores de mudança nas organizações oriundas de fatores externos ocasionados por uma contingência qualquer”. Os fatores externos são aqueles relacionados às incertezas quanto ao ambiente organizacional, à pressão de mercado e às questões políticas. Já os fatores internos são aqueles relacionados diretamente à estrutura organizacional, como tamanho, controle orçamentário e sistema de mensuração de desempenho (OTLEY, 1980).

Entre os vários fatores contingenciais descritos na literatura, os quais podem influenciar a eficácia dos sistemas de controle, Chenhall (2003) destaca como relevantes a incerteza ambiental percebida, o tamanho, a estrutura organizacional, a tecnologia e o ambiente.

A Teoria da Contingência fornece fundamentos que possibilitam melhor compreensão dos fatores que levam determinada empresa a reagir ao ambiente, a implementar determinado sistema gerencial ou até mesmo a abandoná-lo (GUERREIRO, PEREIRA & REZENDE, 2006).

Otley, (1980) salienta que não existe um mesmo sistema contábil que possa ser útil a empresas ou instituições inseridas em contextos distintos. Nessa ótica, pesquisas baseadas na Teoria da Contingência buscam identificar a influência dos fatores contingentes sobre as organizações, considerando que tais fatores influenciam a relação entre as características organizacionais e o desempenho (DONALDSON, 2001). Nessa linha, pesquisadores da área

contábil passaram a utilizar a Teoria da Contingência para relacionar fatores contingentes à estrutura gerencial das organizações (MARQUES, 2012).

A utilização da Teoria Contingencial em estudos relacionados à área de Contabilidade Gerencial baseia-se na premissa de que não existe um modelo de Contabilidade Gerencial que se adapte a todas as empresas em todas as circunstâncias, pois as alterações ocorrem nos sistemas de contabilidade, em função do impacto de determinados tipos de ocorrência (Molinari e Guerreiro, 2004); portanto, o objetivo da pesquisa contingencial é identificar fatores particulares nos quais cada aspecto da estrutura organizacional precisa adequar-se (LACOMBE; HEILBORN, 2003).

Chenhall e Morris (1986) ressaltam que apesar de considerável ênfase ter sido dada aos potenciais benefícios das aplicações da teoria contingencial para pesquisa contábil, existem apenas poucas investigações empíricas (KHANDWALLA, 1972; BRUNS e WATERHOUSE, 1975; GORDON e NARAYANAN, 1984; KENIS, 1979; MERCHANTI-1981; HAYES, 1977; ROCKNESS e SHIELDS, 1984; GOVINDARAJAN, 1984). Pesquisa empírica talvez seja insuficiente devido às complexas inter-relações entre as variáveis contextuais e as dificuldades no desenvolvimento de teorias de como essas interações complicadas influenciam a concepção da Gestão de Sistemas de Contabilidade (WATERHOUSE e TIESSEN, 1978; OTLEY, 1980; MERCHANT, 1981).

As organizações sofrem interferências do meio ao qual estão inseridas e exercem influência sobre o mesmo. Dessa forma as empresas são percebidas como sistemas abertos e dinâmicos. E o jeito próprio, único e individual de cada empresa administrar os seus negócios denomina-se Modelo de Gestão. Para alcançar os resultados que garantam a sustentabilidade, muitas ações devem ser implementadas no sistema empresa, dentre as quais se pode destacar o modelo de gestão. Nas ações praticadas estão presentes crenças, valores e sentimentos dos gestores que direcionam a entidade: filosofia da empresa. A filosofia da empresa influencia o tamanho, a complexidade e o grau de formalização da estrutura da organização (FREZATTI *ET AL.*, 2009).

2.2 Vantagem Competitiva

Ao abrir uma empresa espera-se que ela funcione por tempo indeterminado. Este princípio básico da Contabilidade é o da perpetuidade da entidade. No entanto, as atividades operacionais geram custos e despesas, motivo pelo qual a capacidade das empresas de financiar as suas atividades deve ser avaliada e analisada constantemente por meio de indicadores financeiros. Segundo Fachini (2005) a sustentabilidade econômico-financeira ocorre quando uma empresa consegue cobrir todos os seus custos, abrangendo os de oportunidade e transação, e permanece no mercado no longo prazo. Considerando a importância de as empresas se perpetuarem ao longo do tempo, a sustentabilidade organizacional necessita ser observada, para que os resultados sejam alcançados (XISTO, 2007). Para Philippi (2001) apud Araujo *et al* (2006) a sustentabilidade é a capacidade de se auto-manter.

Uma atividade sustentável qualquer é aquela que pode ser mantida por um longo período indeterminado de tempo, ou seja, de forma a não se esgotar nunca, apesar dos imprevistos que podem vir a ocorrer durante este período. Pode-se ampliar o conceito de sustentabilidade, em se tratando de uma sociedade sustentável, que não coloca em risco os recursos naturais como o ar, a água, o solo e a vida vegetal e animal dos quais a vida (da sociedade) depende (PHILIPPI, 2001 *apud* ARAÚJO *ET AL*, 2006).

As decisões adotadas a curto e a médio prazos podem interferir na sustentabilidade das empresas. As decisões do presente modificam o futuro. Dessa maneira, quando se refere à sustentabilidade, as decisões de curto prazo devem ser admitidas como integrantes da estratégia empresarial para alcançar a perpetuidade, com capacidade de financiar as atividades da empresa de forma efetiva e indefinida. Fernandes e Meireles (2013) afirmam que a sustentabilidade financeira está na habilidade das empresas de autoprover capital financeiro para fazer frente às dificuldades consequentes da atividade econômica.

León (2001) apresenta quatro pilares básicos para a sua obtenção da sustentabilidade financeira para as organizações sociais, conforme explicitado abaixo:

- 1º pilar: Planejamento Financeiro e Estratégico. Esse pilar destaca que as organizações sociais precisam de planejamento estratégico, orçamento e controle financeiro para curto, médio e longo prazo.

- 2º pilar: Diversificação da Renda. A concentração de fontes de recursos financeiros é analisada como um fator de aumento de risco e inviabiliza a sobrevivência a longo prazo.
- 3º pilar: Administração e Finanças Saudáveis. Mostra a necessidade de elaboração dos demonstrativos contábeis tais como Demonstração de Resultado do Exercício, Balanço Patrimonial, Demonstrativo de Fluxo de Caixa, entre outros. A existência de precisão de realizar planejamento, monitoramento e controle da gestão financeira.
- 4º pilar: Geração de Renda Própria. Um dos problemas apontados na publicação é a dependência de recursos de terceiros dessas organizações. Nessa situação, León (2001) considera ser fundamental a obtenção de mecanismos capazes de gerar receita própria, reduzindo a dependência e os riscos envolvidos.

A sustentabilidade financeira é consequência da interação e do desempenho conjunto de todos os departamentos de uma organização, impedindo que os conflitos de interesses entre as áreas influenciam a geração de valor com o foco na perpetuidade.

Brito e Vasconcelos (2004), ressalta que a Visão Baseada em Recursos (RBV) surgiu na década de 80 tornando possível a elaboração de um conceito mais técnico para vantagem competitiva.

No que se refere aos recursos organizacionais, Kunc e Morecroft (2010) afirmam que os recursos constituem os ativos que encadeiam processos organizacionais, capacidades, atributos das firmas, informações, entre outros, controlados pela empresa em que estabelecem elementos básicos para o desenvolvimento dos serviços e produtos. Hitt, Ireland e Hoskisson (2007) elucidam que os recursos são entradas no processo de produção da empresa. Equipamentos importantes, habilidades de cada um dos empregados, patentes, finanças e gerentes de talento são os recursos de que a empresa dispõe. E os recursos são um espectro dos fenômenos individuais, sociais e organizacionais. No entanto, conforme os mesmos autores, os recursos por si só não são capazes de gerar vantagem competitiva. A combinação ímpar de vários recursos é que gera vantagens competitivas. Deste modo, pode-se observar que as fontes de vantagem competitiva das organizações estariam, primeiramente, nos

recursos utilizados de maneira estratégica pela empresa e, de modo secundário, na indústria em que estivessem competindo.

Recursos valiosos admitem melhorar o desempenho, aproveitar oportunidades e neutralizar ameaças procedentes do ambiente externo. Os recursos raros são aqueles que têm alta demanda, ou seja, não estão sendo utilizados simultaneamente por outras empresas. Os recursos não imitáveis ou imperfeitamente imitáveis são os que são fonte de vantagem competitiva sustentável e outras organizações não podem obtê-los. Os recursos não substituíveis ou difíceis de imitar são essenciais e não devem possuir equivalentes estratégicos que não sejam raros e imperfeitamente imitáveis (OLIVEIRA, FORTE e ARAGÃO, 2007).

Todavia, existe um modelo denominado *Value, Rarity, Imitability and Organisation* (VRIO), que defende que os recursos e as competências, sozinhos, não asseguram o desempenho superior, pois este é atingido quando atendem a determinadas condições, como ser valiosos, raros e difíceis, sendo que a empresa deve possuir condições organizacionais para explorar as rendas geradas por tais recursos (BARNEY e HESTERLEY, 2007).

Para Mintzberg e Quinn (2001), a estratégia é o padrão ou plano de decisões que integra os principais objetivos da organização, determina as principais políticas e planos para a obtenção desses objetivos e define a escala de negócios em que a empresa deve se envolver, o tipo de organização econômica e humana que almeja ser e a natureza da contribuição econômica e não econômica que ambiciona proporcionar aos seus acionistas, aos seus colaboradores e à sociedade.

Ainda segundo os mesmos autores, a estratégia empresarial é um processo organizacional, de diversas maneiras, intrínseco da estrutura e do comportamento da companhia na qual é realizada. Nessa acepção, podem-se extrair desse processo dois aspectos importantes. O primeiro, denominado de formulação, compreende a identificação das ameaças e oportunidades e a definição dos pontos fracos e fortes da empresa. O segundo, chamado de implementação, abrange uma série de subatividades basicamente administrativas. Se o propósito for determinado, então os recursos de uma empresa podem ser mobilizados para acompanhá-lo.

Essas definições assinalam a importância da estratégia como um elemento do processo de gerenciamento organizacional. Definir e administrar os processos estratégicos de forma efetiva pode ajudar as empresas a minimizar os riscos de um futuro desconhecido ou, segundo Kluyver e Pearce II (2007), posicionar uma organização para a obtenção de vantagem competitiva. A estratégia envolve opções a respeito de que setores participar, quais produtos e serviços oferecer e como alocar os recursos corporativos. Seu objetivo principal é criar valor para os acionistas e outros *stakeholders* ao proporcionar valor para o cliente.

O desempenho superior da firma, em relação aos seus concorrentes, está relacionado com a vantagem competitiva. Essa obtenção se dá através da utilização de recursos ou capacidades específicas que comportam retornos financeiros superiores, caracterizados como um desempenho persistente ou sustentável em longo prazo (CARVALHO, KAYO e MARTIN, 2010). E os recursos controlados pelas empresas explicam esse desempenho e são entendidos como sendo a unidade fundamental de geração de valor pelas companhias (MATHEWS, 2002).

O conceito de Vantagem competitiva adotado nesta pesquisa está relacionado com a criação de valor adicional em relação aos concorrentes em um determinado intervalo de tempo, sendo o valor criado expresso pelo resíduo do custo de oportunidade subtraído da disposição a pagar (BRITO e BRITO, 2011).

Porter (1979) discorre sobre a natureza e a intensidade da concorrência em cada indústria e o caso de que estas giram em torno de cinco forças que determinam porque algumas indústrias são mais lucrativas do que outras são: o poder de barganha dos clientes, o poder de barganha dos fornecedores, a ameaça de novos entrantes, a ameaça de produtos substitutos e a rivalidade entre os concorrentes. Ainda, segundo o autor, essa visão da competição igualmente se aplica a setores que atuam com serviços e àqueles que vendem produtos.

A essência da formulação de estratégia está em lidar com a concorrência, entretanto geralmente considera-se a concorrência de forma muito estreita e pessimista. E ainda a

competição intensa em uma indústria não constitui coincidência nem má sorte. Clientes, fornecedores, participantes potenciais e produtos substitutos são todos eles, concorrentes em maior ou menor grau, dependendo da indústria (PORTER, 2010).

Porter (1999) ressalta que para a empresa obter diferença de rentabilidade em relação à concorrência é necessário uma estratégia diferencial. A estratégia é formulada por meio do estudo do mercado em que a empresa atua, através deste possibilitará a empresa encontrar a melhor posição para se defender ou influenciar as forças competitivas, que podem ser uma ameaça ou oportunidade para a organização.

O poder de negociação com os clientes depende de algumas variáveis atuais do mercado, tais como: que serviço a empresa vende, o preço, o custo, a quantidade, a qualidade, e a probabilidade do produto/serviço ser adquirido por outros tipos de canais de distribuição, tais como por fabricantes, por telefone ou pela internet, entre outros (WRIGHT; KROLL; PARNELL, 2007).

Na relação de poder entre fornecedores e clientes, poder de barganha, os fornecedores, se poderosos podem reduzir a rentabilidade de uma indústria incapaz de recuperar em seus próprios preços os aumentos de custo, e da mesma forma os clientes podem forçar baixas de preços e/ou exigir qualidade mais elevada e um melhor serviço, e dispor os concorrentes uns contra os outros (PORTER, 2010).

Os produtos/serviços substitutos são aqueles produzidos pela concorrência que possuem desempenho igual ao oferecido pela organização. As organizações devem pesquisar empresas de outros setores, pois podem estar produzindo produtos/serviços substitutos que satisfazem as mesmas necessidades dos compradores, no entanto são diferentes em algumas características. Com os substitutos a empresa poderá perder lucratividade, pois além de invadirem seu mercado podem determinar novos tetos de preços (WRIGHT; KROLL; PARNELL, 2007).

Na disputa por posições Porter (2010) destaca que os fatores que geram a rivalidade intensa:

- Os concorrentes são numerosos ou aproximadamente iguais;
- O crescimento da indústria é lento, precipitando lutas por parcelas do mercado

envolvendo integrantes com mentalidade expansionista;

- Falta ao produto ou serviço suficiente diferenciação que vincule os compradores e proteja de ofensivas sobre seu cliente por parte de outro;
- Os custos fixos são elevados ou o produto é perecível, provocando uma forte tentação de reduzir preços
- A capacidade é normalmente aumentada em grandes blocos;
- As barreiras à saída são elevadas;
- Os rivais são diferentes, em termos de estratégia, origem ou personalidade.

A rivalidade entre os concorrentes atuais representa a disputa por posição, que se utiliza de diversas táticas como batalhas de publicidade, introdução de produtos e aumento dos serviços ou das garantias aos clientes. Portanto, a rivalidade leva a um processo de ação-reação entre empresas concorrentes em que uma tenta se antecipar ou reprimir os movimentos da outra.

2.2.1 Vantagem competitiva e criação de valor

Ao gerar maior excedente para seus clientes, a empresa poderá explorar a assimetria entre seus produtos e a média do mercado, cobrando um prêmio de preço (NEWBERT, 2008). Essa política resultará em margens mais altas, como uma estratégia de apropriação de valor, desde que a negociação com fornecedores não sacrifique o custo de oportunidade da empresa (CROOK e *et al.*, 2008). Por outro lado, a empresa com vantagem competitiva pode optar em manter a paridade de preços com seus concorrentes, obtendo a preferência dos compradores e expandindo sua participação no mercado (CHATAIN, 2011; PRIEM, 2007).

Na outra extremidade da cadeia de valor, no processo de barganha com parceiros, são estabelecidos os valores apropriados por fornecedores, colaboradores, gestores, entre outros (ADEGBESAN, 2009; COFF, 1999; LIPPMAN e RUMELT, 2003). Virtualmente, cada participante é capaz de se apropriar de todo o valor contribuído no processo, porém a diferença de contexto entre os atores interferirá na percepção de valor e na habilidade de negociação de cada participante (ADEGBESAN, 2009; LIPPMAN e RUMELT, 2003). A

apropriação de valor é orientada pelo comportamento de *rent seeking*, mas também por interesses na construção e manutenção de parcerias e alianças, importantes fatores do desempenho operacional da empresa, refletindo em inovação e qualidade que podem também ocasionar impactos para a disposição a pagar (COFF, 2010).

As conseqüências da vantagem competitiva sobre o desempenho organizacional dependerão de aspectos e decisões da gestão estratégica, contemplando momentos de criação e outros de monetização do valor criado (COFF, 2010). Além de se manifestar em lucratividade, a vantagem competitiva pode comprometer a participação de mercado e o desempenho operacional da empresa, em diferentes períodos e situações. Nesse aspecto, é fundamental a agência do gestor, que tem que buscar a maximização dos resultados e, simultaneamente, ajustar a função utilidade dos parceiros envolvidos na partilha de valor (HARRISON, BOSSE, PHILLIPS, 2010).

Características ambientais podem afetar o poder de negociação da firma influenciando a relação das firmas com seus fornecedores e clientes, interferindo na distribuição de valor gerado e valor por ela apropriado (CASTRO; AGUILERA, 2015). A sustentação da vantagem competitiva por meio da estratégia de operações é abordada por Porter (1996), quando ele sugere que a criação do valor econômico verdadeiro, ou seja, o hiato entre o preço e o custo do produto, será a base para sua sobrevivência ou falência.

Sob essa perspectiva este trabalho situa-se no estudo da vantagem competitiva, a partir dos recursos da firma (adotando a estrutura patrimonial como *proxies* desses recursos), e relacionando com o desempenho operacional da firma, e logo, busca identificar como as características do setor de comércio em que a firma se insere moderam a relação entre recursos e desempenho operacional da firma.

Em relação à palavra desempenho, ela encerra em si a ideia de algo que já foi realizado, executado ou exercido (KIYAN, 2001). O construto de desempenho organizacional é constantemente abordado de forma incompleta e com a ausência da robustez imprescindível,

pois se trata de um construto complexo e multidimensional (COMBS, CROOK, SHOOK, 2005; RICHARD et al., 2009; VENKATRAMAN e RAMANUJAM, 1986).

Um dos entraves a compreensão e da pesquisa a respeito de desempenho organizacional está no desenvolvimento da interação entre a abordagem teórica e a observação empírica do construto (COMBS, CROOK, SHOOK, 2005). Por isso, cabe ajustar as considerações teóricas relevantes sobre o que se entende por desempenho, suas dimensões, suas esferas de influência e seu comportamento no tempo. Uma proposta de dimensionalidade é apresentada por Combs, Crook e Shook (2005) fruto dos resultados de uma metanálise de estudos publicados no *Strategic Management Journal*, de 1980 a 2004. Através de uma análise confirmatória das variáveis utilizadas, os autores concluem que o desempenho organizacional é composto pelas medidas de retorno contábil, crescimento e valor de mercado. Resultados operacionais, como qualidade e inovação, seriam componente do construto desempenho operacional, que age como mediador da relação entre os recursos da empresa e o desempenho organizacional. Assim, os autores denominam desempenho organizacional aquilo que é comumente considerado como desempenho financeiro em outros estudos (CAPON, FARLEY, HOENIG, 1990). Por outro lado, Richard e *et al.* (2009), propõe que dimensões são dadas pelo contexto de pesquisa. Segundo os autores, a dimensionalidade pode vir da abordagem de *stakeholders* aos quais se propõe medir o desempenho, em que diversos interesses sugerem medidas distintas, seja a abordagem tradicional do acionista ou a expansão para a inclusão de demais parceiros e *stakeholders*. A segunda origem de dimensionalidade pode ser o contexto ambiental de competição e os resultados esperados em cada situação, como: desenvolvimento tecnológico, satisfação do cliente, liquidez, entre outros. Enfim, a dimensionalidade pode depender da janela de observação e da persistência do desempenho, na qual os resultados de desempenho dependem de tempo para que possam ser observados.

A análise longitudinal do desempenho é uma característica importante no estudo da capacidade de manutenção de resultados e de sobrevivência das empresas. Especificamente, a persistência da lucratividade desafia modelos econômicos de equilíbrio (WIGGINS e RUEFLI, 2002) e de regressão a média (POWELL e ARREGLE, 2007). A persistência do desempenho é definida como a fração do desempenho de um período (t) que é remanescente do período anterior (t-1) (WARING, 1996). A modelagem da persistência do desempenho

comumente converge para variáveis de lucratividade e no ajuste pela média da indústria (MCGAHAN e PORTER, 1999; WARING, 1996). Isso porque fatores idiossincráticos da empresa podem explicar a manutenção do desempenho no tempo e sugerir a presença de vantagem competitiva (BARNEY, 1991; PORTER, 1985).

Observa-se uma evolução na avaliação do desempenho empresarial. Num primeiro momento, o relevante era o volume de vendas e faturamento, ou seja, o desempenho estava atrelado apenas à boa atuação da área comercial. Na seqüência, as margens brutas e operacionais passaram a centralizar as atenções, com um avanço sensível em termos de controle dos custos e despesas. Na fase seguinte, o foco foi o lucro líquido, em que a organização passa a ater-se com a geração de resultado para poder distribuí-lo aos acionistas. Depois, passou a ser o retorno sobre o investimento; os gestores compreendem que o controle não deve ser feito exclusivamente sobre as operações, mas também sobre os recursos financeiros que a tornam exequível. Hoje, o foco está na criação de valor. A organização, além de preocupar-se com o resultado e os recursos aplicados para sua geração, preocupa-se com a interferência das variáveis internas e externas no valor da entidade (FREZATTI, 2003).

Há outras medidas de desempenho que podem ser observadas no tempo além da lucratividade. Ao buscar capturar o valor presente da empresa, alguns autores utilizam o valor de mercado, como uma medida mais abrangente e de longo prazo (HAWAWINI, SUBRAMANIAN, VERDIN, 2003; MORROW JR. e *et al.*, 2007). Entretanto, medidas de mercado são também influenciadas por fatores externos ao contexto da empresa, que afetam a formação dos preços das ações e, imediatamente, o valor de mercado da empresa. Ainda como opção na captura do desempenho no tempo, medidas de reputação organizacional trazem uma vinculação entre o passado e o futuro da empresa (MCGUIRE, SCHEEWEIS, BRANCH, 1990). Em suma, a observação do desempenho no tempo requer de um entendimento da atividade organizacional, assim como das séries temporais observadas, para que fatores aleatórios possam ser superados (RICHARD *et.al*, 2009) e para que as implicações das decisões estratégicas não sejam desprezadas.

Os estudos de Roquebert, Phillips, Westfall (1996) sobre a decomposição do desempenho visam conhecer a extensão dessas esferas de influência, na procura de evidências para os argumentos das escolas de posicionamento de mercado e RBV. As influências mais analisadas são os efeitos dos fatores estruturais da indústria e dos fatores idiossincráticos da empresa sobre o desempenho. Almejando analisar os componentes do desempenho financeiro, os estudos empíricos decompueram variáveis de lucratividade (MCGAHAN e PORTER, 1997; RUMELT, 1991; SCHMALENSEE, 1985), valor de mercado (HAWAWINI, SUBRAMANIAN, VERDIN, 2003) e crescimento (BRITO e VASCONCELOS, 2009).

A analogia causal entre os construtos mostra que vantagem competitiva é condição insuficiente para o desempenho, pois é possível verificar desempenho superior sem que a empresa apresente vantagem competitiva (POWELL, 2001; TANG e LIOU, 2010).

Na vinculação com o desempenho financeiro, vantagem competitiva pode não resultar em lucratividade, a depender da capacidade de apropriação de valor por parte da empresa (COFF, 1999; CROOK *et al.*, 2008). Porém, muitas das afirmações e análises sobre a relação entre vantagem competitiva e desempenho limitam-se a observação dos efeitos sobre a lucratividade.

A empresa que cria valor num patamar acima da média de sua indústria pode apresentar um desempenho combinado superior, perfazendo uma fronteira eficiente abaixo da qual todas as demais empresas estariam (DEVINNEY, YIP, JOHNSON, 2010). A combinação dessas variáveis evidencia os diferentes resultados das estratégias empresariais, diferenciando o sucesso do insucesso e ressaltando o foco adotado pelas empresas, seja em resultados de lucratividade ou em crescimento (STEFFENS, DAVIDSSON, FITZSIMMONS, 2009).

Enquanto a *Resource Based View* (RBV) apresenta arcabouço para o estudo da vantagem competitiva, enfatizando que os recursos específicos da firma são determinantes para a geração de lucro econômico (BARNEY, 1991; PETERAF; BARNEY, 2003), as teorias de posicionamento estratégico enfatizam que a vantagem competitiva pode derivar não só de recursos específicos, mas também de posições de mercado privilegiadas das firmas em sua indústria (CAVES, 1984).

2.2.2. Medida de competição ou concentração

Segundo Kon (1994), as teorias neoclássicas indicam que uma indústria concentrada, ou seja, com um número pequeno de grandes empresas, é prejudicial à competição pelo fato de as empresas agirem de forma interdependente uma da outra com relação a preços e produção. Ainda, segundo o autor, essa concentração de mercado pode ser avaliada de uma forma estática, em um determinado ponto no tempo, ou de uma forma dinâmica, observando o crescimento ou decréscimo no tempo.

Uma das maiores forças econômicas em direção à eficiência das firmas, é a competição no mercado fomentando incentivos aos executivos por melhor desempenho, produtividade e inovação das firmas perante aos seus competidores. Tais incentivos estão ligados ao grau de rivalidade presente na indústria

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que a competição, no mercado, é considerada uma das maiores forças econômicas em direção à eficiência das firmas, proporcionando incentivos aos executivos por melhor desempenho, produtividade e inovação das firmas diante de seus competidores. Tais incentivos estão relacionados ao grau de rivalidade existente na indústria. As decisões de preço, investimento e níveis de produção de cada empresa têm íntima relação com a estrutura de mercado em que estão inseridas e com o comportamento de seus concorrentes (PINDYCK e RUBINFELD 2002). E a mais conhecida das estruturas de mercado é a concorrência perfeita. (MELO e TAVARES 2009).

Distintos níveis de competição do ambiente das firmas podem ser impostos pela competição, ou melhor, em mercados menos competitivos, o conflito principal-agente pode ser aumentado, prejudicando a firma em alcançar seus objetivos. Por outro lado, em mercados altamente competitivos, as firmas buscam operar de forma mais eficiente, com custos de agência reduzidos (NICKELL, 1996).

A variável de competição utilizada nesta pesquisa é o índice de concentração denominado como índice de *Herfindahl* que mede o grau de competitividade de uma indústria. A teoria sustenta que o grau de competitividade em uma indústria pode dissipar os lucros ou retornos anormais acima da média do setor (OHLSON, 1995). Nesse contexto, Demsetz (1973) observa que a concentração ocorre devido ao sistema de incentivos funcionar para que as firmas que suprirem melhor seus compradores tenderão a crescer relativamente mais do que os demais competidores. Por outro lado, a concentração, também, pode surgir pela cooperação entre as firmas para aumentar as barreiras de entrada, aumentando os preços dos produtos e as taxas de retorno. O índice de herfindahl-hirshmann é utilizado para medir a concentração do mercado, o que permite investigar o grau de competição no mercado de produtos e seus reflexos nas decisões operacionais dos competidores (RANIERI CARDOSO, 2011). Para as diversas configurações de mercado, uma medida fundamental para a interpretação agregada da estrutura na indústria analisada é a mensuração dos índices de concentração. A mensuração da concentração traz o pressuposto que quanto maior a concentração, menor a concorrência. Portanto, o limite inferior de *HHI* decresce à medida que aumenta o número de firmas na indústria. Dessa forma, o índice depende tanto do número de firmas quanto da dispersão relativa das firmas em suas indústrias (KUPFER; HASENCLEVER, 2002 e ESHO; KOFMAN; SHARPE, 2005).

2.3 Indicador

MATARAZZO (2003) denomina indicador como índice que representa a relação entre contas ou grupo de contas das demonstrações financeiras, que tem como foco evidenciar aspectos específicos da situação financeira ou econômica de uma empresa.

A seleção de um indicador envolve a identificação do objeto ou fenômeno a ser mensurado, a verificação da possibilidade de mensurá-lo, a adoção da “melhor métrica”, a avaliação, o compartilhamento e a compatibilidade com outras medidas já existentes. (TONI e TONCHIA; 2001).

Na busca da “melhor métrica”, os indicadores necessitam ter a precisão suficiente para

garantir a boa comunicação, serem compreensíveis através de uma nomenclatura padronizada entre os usuários, possuir “base consensual” propiciando uma assistência factual para a tomada de decisões e conduzir a uma interpretação uniforme (JURAN, 2002).

A utilização de indicadores tem como principal objetivo permitir ao analista verificar tendências e compará-las com padrões pré-estabelecidos. Além de tratar o que aconteceu no passado, fornece bases para inferir o que poderá acontecer no futuro (IUDÍCIBUS, 2009).

Por tratarem de eventos passados, as demonstrações contábeis são o reflexo das estratégias adotadas pelos gestores nos períodos anteriores. Do campo da estratégia corporativa advém o conceito de vantagem competitiva sustentável, que é a obtenção de forma persistente de resultados superiores em relação aos competidores. A junção destes dois conceitos permite a mensuração da vantagem competitiva de uma empresa. (PALEPU, LEMON e BERNARD; 2004).

A análise de uma empresa, segundo os autores retro mencionados, segue alguns passos: primeiramente, a análise da estratégia da empresa, onde são estabelecidos os determinantes de lucro da empresa e os principais riscos associados. Para tal, é necessário analisar a empresa e o setor de atuação, na busca dos fatores críticos para o estabelecimento da vantagem competitiva sustentável. Com isso, torna-se possível fazer inferências sobre a sustentabilidade das vantagens da empresa e de sua performance futura. Em seguida, realiza-se a análise contábil, que identifica eventuais distorções entre as informações divulgadas e a realidade da empresa. Sequencialmente, a análise financeira verifica a performance passada e presente da empresa, que identifica as questões relativas ao mercado e a estrutura financeira da empresa. Finalmente, a análise prospectiva, em que são feitas inferências sobre a performance futura da empresa. Dado o nível de incerteza relacionado a esta atividade, o uso de técnicas probabilísticas e de análise de cenários torna-se cada vez mais usual.

Figueiredo e Caggiano (2008) ressaltam que a avaliação de desempenho possui os seguintes objetivos:

- Calcular a eficiência com que as responsabilidades assumidas pelos gestores tem sido desempenhadas;
- Identificar as áreas onde ações corretivas devem ser implementadas;
- Permitir uma comparação entre o desempenho dos diversos setores da organização e descobrir as áreas onde melhorias devem ser objetivadas;
- Assegurar que os gestores estão motivados para o cumprimento dos objetivos da organização;

Oliveira, Perez Jr. e Silva (2007, p.20), estabelecem algumas características que devem ser levadas em conta na identificação de indicadores de desempenho:

- Consistência - um indicador consistente não conflita com nenhum outro indicador utilizado pela empresa, no sentido de interferir negativamente em seu resultado ou de alguma atividade;
- Confiabilidade - um indicador será confiável se todas as vezes que a medição for feita, para um evento imutável, resultar sempre no mesmo valor. Assim, os números resultantes de duas medições do mesmo evento terão de ser os mesmos;
- Validade - mesmo que haja uma maneira confiável de se fazer uma medição, ainda assim, ela poderá não ser válida se a maneira adotada para fazê-la for incorreta;
- Relevância - a relevância relaciona-se com a utilidade do indicador. O indicador tem de trazer alguma informação útil a seu usuário, não contida em outros indicadores que já estão sendo usados, nem ser substituível por eles.

O construto desempenho organizacional ostenta uma posição central na literatura de estratégia (RUMELT; SCHENDEL; TEECE, 1991) e apresenta diferentes dimensões (VENKATRAMAN; RAMANUJAM, 1986). Abalizado em uma análise de artigos publicados no *Strategic Management Journal*, entre 1980 e 2004, descobriram-se três dimensões distintas de desempenho organizacional: retorno contábil, crescimento e mudança no valor de mercado (COMBS, CROOK; SHOOK, 2005).

2.3.1 ROIC - Retorno operacional sobre os ativos

A mensuração da lucratividade será feita em termos relativos. Dentre as variáveis possíveis, a medida de retorno sobre ativos (ROA) é mais utilizada, tanto nos estudos de decomposição da variância como nos demais estudos de estratégia (WIGGINS; RUEFLI, 2005). Medidas de retorno sobre o capital, retorno sobre investimentos (ROI), retorno sobre o capital investido (ROIC) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) são mais sujeitas a variações na estrutura de capital das empresas.

No que se diz respeito à dimensão de retorno contábil do desempenho organizacional, Combs, Crook e Shook (2005) indicaram ROA (Return on Assets) e ROS (Return on Sales) como indicadores confiáveis. Este estudo seguiu a proposta desses autores, utilizando uma variante do ROA como em Hough, (2006); Misangyi *et al.*, (2006); Goldszmidt (2010), excluindo o efeito de juros e impostos, designado retorno operacional sobre os ativos (ROIC), consonância com a proposta de Simons (1999).

Este estudo assume o retorno operacional sobre os ativos (ROIC), que se configura em uma relação entre os lucros operacionais com os recursos operacionais necessários para gerá-los, correspondendo a um parâmetro de decisão para o investimento. Pode-se argumentar que essa relação oferece parâmetros para a tomada de decisões racionais (CHEN; HUANG, 2006; CHEN; YANG, 2009).

$$ROIC_t = \frac{EBIT_t}{Ativos\ ajustados_t} \quad (1)$$

O ROIC consiste na razão entre o lucro operacional, antes dos impostos e juros (EBIT – *Earnings Before Interests and Taxes*), sobre os ativos totais ajustados. Esse indicador não considera o efeito de juros e impostos, mostrando o desempenho operacional das firmas e diferentes taxas de tributos incidentes sobre o lucro (FIRER, 1999; JEWELL; MANKIN, 2011).

A escolha da variável está fundamentada no trabalho de Vasconcelos e Brito (2004) sobre a vantagem competitiva: o construto e a métrica que objetivou oferecer subsídios para o desenvolvimento de definições operacionais específicas sobre o que constitui vantagem competitiva e sobre o modo de mensurá-la.

Segundo Titman e Wessels (1988) de acordo com a Teoria dos Custos de Falência, quanto mais alto for o valor da empresa, menor será o seu custo. Ao se analisar este fato em empresas de grande porte, foi observado que existe uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o seu grau de endividamento. Tal fenômeno acontece devido à facilidade com que tais empresas possuem para obter recursos financeiros de longo prazo, além da grande diversificação do seu negócio, o que propicia uma menor probabilidade de dificuldades financeiras, resultando num menor custo de endividamento.

As literaturas sobre microeconomia e organização industrial postulam que o tamanho da firma se constitui em um dos determinantes mais relevantes para o estudo do desempenho no contexto da indústria (PORTER, 1985, BESANKO *et al.*, 2006). Titman e Wessels (1988) também associam este atributo à Teoria dos Custos de Falência. De acordo com os autores, empresas que estão em fase de crescimento geralmente aceitam projetos com um elevado risco, o que interferem no aumento do grau de incerteza do seu negócio. Sendo assim, os custos de endividamento também aumentam, levando os gestores a optar em primeiro lugar por recursos próprios e colocando a empresa em uma relação negativa com o grau de endividamento.

A volatilidade ou risco é um atributo ligado diretamente à incerteza nos resultados, em outras palavras, quanto maior a probabilidade de risco financeiro, maior o custo do endividamento. Este fato pode levar a não utilização de capital de terceiros. Sendo assim, segundo a Teoria dos Custos de Falência, existiria uma relação negativa entre volatilidade e o grau de endividamento.

2.3.2 Índices

Dentre os índices usualmente utilizados pelo campo da contabilidade este trabalho elenca os seguintes índices: Ebit, Liquidez geral, liquidez corrente, prazo médio de estoque, prazo médio de pagamento de contas, prazo médio de recebimento de vendas, ciclo operacional, ciclo financeiro, capital de giro, dividendos por ação, lucro por ação, valor patrimonial por ação, *payout*, variação da receita líquida, variação do patrimônio líquido e *índice de Herfindahl*. Com exceção do *índice de herfindahl* que é uma variável externa e busca captar o nível de concentração das firmas no setor do comércio. A adoção dos demais índices justifica-se porque são informações retiradas das demonstrações contábeis, métricas contábeis, da empresa e são variáveis internas que se traduzem em recursos e estratégias adotadas pela firma. Os índices adotados neste estudo guardam relação com o desenho da pesquisa porque busca investigar se os indicadores operacionais explicam o desempenho, variável roic que representa a criação de valor gerada pela empresa, das firmas do setor do comércio. Como valor criado envolve o intervalo entre custo de oportunidade e disposição a pagar, o roic pode ser proxy da criação de valor porque representa a parte que foi apropriado pela empresa.

2.3.2.1 Índices de Liquidez

A solvência ou liquidez estabelece a capacidade de uma empresa em honrar com seus compromissos financeiros, nos prazos acordados. A manutenção de uma liquidez adequada vai além de um objetivo empresarial, é condição *sine qua non* para a continuidade dos negócios (PIMENTEL *et.al*, 2005). A liquidez representa a capacidade da empresa de cumprir seus compromissos financeiros no curto e no longo prazo, sendo considerada uma importante variável ao se falar sobre a sustentabilidade financeira de uma empresa. Tal determinante está ligada diretamente com a Teoria dos Custos de Falência, uma empresa que apresente uma boa liquidez tende a utilizar menos capital de terceiros, isto devido ao fato de que estaria sendo financiada pelos lucros acumulados ao longo dos anos. Sendo assim, a relação existente entre liquidez e o grau de endividamento seria negativa.

Além dos atributos mencionados anteriormente, ao se falar sobre estrutura de capital é importante mencionar os índices de endividamento. Segundo GITMAN (2000) existem dois tipos de medidas de endividamento: medidas do grau de endividamento e medidas da capacidade para honrar as dívidas.

Os índices de liquidez adotados fundamentaram-se nos estudos de Pimentel *et al.* (2005) sobre interação entre rentabilidade e liquidez: um estudo exploratório e teve como objetivo examinar a relação entre rentabilidade e liquidez para um grupo de empresas no Brasil, do setor de Comércio Varejista, no período de 2000 a 2003.

2.3.2.2 Liquidez Corrente

Cossermelli *et al.* (2014) afirma que, o Índice de Liquidez Corrente analisa a situação financeira da empresa, levantando a capacidade de pagamento de dívidas em curto prazo, usando o valor do Ativo Circulante em comparação as obrigações representadas pelo Passivo Circulante.

$$LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (2)$$

2.3.2.3 Liquidez geral

O Índice de Liquidez Geral analisa a situação financeira da empresa, levantando a capacidade de pagamento de dívidas em longo prazo, usando o valor do Ativo Circulante mais o Realizável a Longo Prazo em comparação as obrigações representadas pelo Passivo Circulante mais o não circulante COSSERMELLI *et al.* (2014).

$$LG = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}} \quad (3)$$

2.3.3 Índices de atividade (prazos médios)

Os índices de atividade consistem em expressar relacionamentos dinâmicos, que acabam direta ou indiretamente, influenciando bastante na posição de liquidez e rentabilidade. Indicando o tempo que receberá suas vendas, pagar suas contas e renovar os estoques. Sendo instrumento para as políticas de crédito e cobrança. O estudo destes indicadores possibilita o conhecimento do giro do capital dentro da organização, de quando foi investido e quanto será recuperado.

Estes indicadores de prazos médios fazem mais sentido se analisados conjuntamente e não isoladamente. Estes índices fundamentaram-se nos estudos de Baldissera *et al.*(2015) sobre Análise do ciclo operacional e financeiro: um estudo de caso em uma empresa do ramo moveleiro de São Bento do Sul – SC. Matarazzo, (2010) destaca que a junção dos três índices de prazo médios conduz à análise dos ciclos operacionais e de caixa, elementos fundamentais para a determinação de estratégias empresariais, tanto comerciais quanto financeiras, normalmente essenciais para a determinação do fracasso ou sucesso de uma empresa. Os três índices de prazos médios são classificados em: prazo médio de recebimento de vendas, prazo médio de pagamento de compras e prazo médio de renovação de estoques.

2.3.3.1 Prazo médio de recebimento de vendas

É o tempo necessário para a empresa receber os produtos vendidos, até a entrada do recurso derivado da venda. Importante ressaltar que “o volume de investimentos em duplicatas a receber é determinado pelo prazo médio de recebimento de vendas”. DIAS; SGARBI (2011). Para a empresa é conveniente que o recebimento das vendas seja realizado no menor tempo possível. Exercendo este tipo de ato, a organização admite riscos, pois está ofertando um crédito a terceiros, sua política de crédito tem que ser muito bem estruturada, porque está tomando para si um risco de uma venda à vista não existir. Achará vantagens com este método, pois o escoamento das mercadorias será mais fácil.

Os componentes da fórmula de PMRV são: receita operacional bruta, duplicatas a receber e prazo médio de recebimento de vendas. Segundo Dias, Sgarbi (2011), aplica-se a seguinte expressão:

$$PMRV = \frac{\text{Clientes (Duplicatas a Receber)}(\text{Médio})}{\text{Receita Bruta}} \times 360 \quad (4)$$

2.3.3.2 Prazo médio de pagamento de compras

Mensurar o tempo que a empresa possui para saldar suas contas ou duplicatas. Estando ligado diretamente ao crédito. Segundo Dias, Sgarbi (2011) ao estudar as práticas relacionadas aos indicadores de atividade mostra que para a empresa é mais vantajoso ter um prazo de pagamento mais longo, pois permite financiar sua necessidade de capital de giro com recursos menos custosos. Sua fórmula compõe-se dos seguintes elementos: prazo médio de pagamentos de compras, saldo de fornecedores do balanço e compras. Segundo Dias, Sgarbi (2011) aplica-se a seguinte expressão:

$$PMPC = \frac{\text{Fornecedor (Duplicatas a Pagar)}}{\text{Compras Brutas e Materiais e Serviços}} \times 360 \quad (5)$$

2.3.3.3 Prazo médio de renovação de estoque

É o tempo que o produto permanecerá estocado na empresa, ou melhor, é o período que vai deste a sua produção até sua venda. Para Padoveze (2010), o prazo médio de estocagem indica a velocidade com que o estoque se transforma em produção vendida. Os elementos da fórmula de PMRE são: estoques e custo dos produtos vendidos. Dias, Sgarbi (2011) aplica-se a seguinte expressão:

$$PMRE = \frac{\text{ESTOQUE MÉDIO}}{\text{Custo dos Produtos Vendidos}} \times 360 \quad (6)$$

2.3.3.4 Variação do Patrimônio Líquido.

Patrimônio líquido é o interesse residual nos ativos da entidade depois de deduzidos todos os seus passivos. (CPC_00_R1, 2011). Ou seja, corresponde aos bens e direitos subtraídos das obrigações da sociedade, sendo, portanto, os recursos dos sócios e os próprios, originados do desenvolvimento das atividades, investidos na sociedade. A variação do patrimônio Líquido no tempo para cada intervalo de um ano.

$$\Delta PL = PL_{tn} - PL_{tn-1} \quad (7)$$

2.3.3.5 Variação da Receita Líquida

A variação da receita líquida busca identificar quanto houve de alteração, aumento ou redução, da receita líquida em determinado período. Neste estudo foi operacionalizado pela receita líquida obtida em determinado ano focal subtraída ao do ano anterior.

$$\Delta RL = RL_{tn} - RL_{tn-1} \quad (8)$$

2.3.3.6 Capital de giro

Há quatro fatores que caracterizam a relevância da administração do capital de giro: o tempo dedicado à administração do capital de giro; o investimento em ativos circulantes; a relação entre crescimento das vendas e os ativos circulantes; e a importância para as pequenas empresas (WESTON E BRIGHAM, 2000). Em relação ao tempo, há um consenso entre os autores consultados que a maior parte do tempo de administrador financeiro é dedicada à administração do capital de giro (GENTRY et. al., 1979; OPPEDAHL, 1990; KARGAR, 1994; CHANG, 1995; COTE e LATHAN, 1999; BRIGHAM e HOUSTON, 1999; MOURA e MATOS, 2003).

O capital de giro simboliza os recursos exigidos por uma empresa para financiar suas necessidades operacionais, que envolve desde a aquisição de matérias-primas (mercadorias) até o recebimento pela venda do produto acabado (SILVA, 2002). O Capital de Giro (CDG) obtido através da diferença entre passivo não circulante e ativo não circulante ao contrário da visão tradicional denominada de capital circulante líquido CCL definido pela diferença entre ativo e passivo circulante (LOPES; MENEZES, 2006).

$$CDG = PNC - ANC \quad (9)$$

Onde:

CDG = Capital de giro;

PNC = Passivo Não circulante;

ANC = Ativo não Circulante;

Quando o CDG for negativo demonstra que existe recursos de curto prazo financiando ativos não circulantes, por outro lado quando o CDG for positivo significa que os recursos de longo prazo além de financiar ativo não circulante financiam também ativo circulante.

Tófoli (2008) afirma que o objetivo da gestão da capital de giro é alcançar um equilíbrio entre rentabilidade e risco, pelo fato das operações de produção, venda e cobrança não serem sincronizadas entre si, o capital de giro divide-se em:

- a) fixo ou permanente – o capital de giro fixo ou permanente refere-se ao volume mínimo de necessário para manter a empresa em condições normais de funcionamento.
- b) variável ou sazonal – é definido pelas necessidades adicionais e temporais de recursos verificados em determinados período, onde se exige compras antecipadas de estoques, maior tardança das contas a receber, recursos do disponível em transito, maiores volumes de vendas em certos períodos do ano etc.

Para obter e sustentar uma situação financeira estável é imprescindível que o administrador conheça e exerça uma adequada gestão do capital de giro da organização, proporcionando vantagens competitivas e evidenciando de forma clara a real necessidade de recursos financeiros (SOARES; FARIAS; SOARES, 2011). Portanto, o que caracteriza o capital de giro é a sua dinâmica, o processo de comprar, produzir, vender e receber, gerando o lucro empresarial (PADOVEZE, 2012).

2.3.3.7 Lucro antes dos juros e tributos (EBIT)

O EBIT é a sigla em inglês para *Earning Before Interest and Taxes*, também chamado no Brasil de LAJIR, isto é, Lucro antes dos Juros e Tributos (imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido). Segundo Marques *et al.* (2008) o EBIT corresponde a uma medida de lucro mais ligada ao resultado de natureza operacional auferido pela sociedade, que não inclui resultado financeiro, dividendos ou juros sobre o capital próprio, resultado de equivalência patrimonial e outros resultados não operacionais. Martins *et al.*, 2010 define a DRE como uma apresentação resumida das operações realizadas pela empresa durante o exercício social, de forma a destacar o lucro líquido do período. O EBIT pode ser obtido conforme CPC_26_R1-2011 por meio da Demonstração do Resultado do Exercício que deve ser uma representação do desempenho da entidade em um determinado período, demonstrando suas receitas e despesas, incluindo perdas e ganhos.

Demonstração do Resultado Do Exercício – DRE

Receita de vendas e Serviços

(-) Deduções de vendas

Receita líquida de vendas

(-) Custo das Mercadorias/Serviços Vendidos

Lucro Bruto

(-) Despesas/Receitas Operacionais

(-) Despesas com vendas

(-) Despesas administrativas

(-) Despesas tributárias

(-) Despesas Gerais

(+) Outras Receitas Operacionais

LAJIR (EBIT)

(-) Despesas Financeiras

(+) Receitas Financeiras

Resultado antes dos tributos sobre o lucro

(-) Provisão para IRPJ e CSLL

(=) Lucro / Prejuízo do Exercício

Fonte: Adaptado CPC_26_R1-2011

Essa ferramenta apresenta para o usuário da informação contábil, qual é o verdadeiro lucro contábil a partir das atividades genuinamente ligadas ao negócio, isto é, o quanto a empresa obteve de lucro se só considerasse as operações realizadas pela atividade fim da empresa.

2.3.3.8 Índices de múltiplos

O modelo de avaliação de empresas por múltiplos de mercado, ou simplesmente modelo de avaliação por múltiplos, consiste em um método que tem por objetivo avaliar ativos com base nos preços correntes de mercado de outros ativos ditos “comparáveis”, sendo, portanto, um método de avaliação relativa (SALIBA, 2008). Segundo Damodaran (1997), na avaliação relativa, a finalidade é avaliar os ativos com base na forma como ativos similares são atualmente precificados no mercado. Para comparar os preços do ativo com “similares” no mercado, é necessário padronizar os valores de alguma maneira, quando, para isso, encontram-se os denominados múltiplos de mercado para variáveis comuns entre os ativos, tais como lucros, fluxos de caixa, valor patrimonial ou receitas. Além do mais, essa metodologia pressupõe que o preço de uma empresa, ou ação de uma empresa sendo avaliada, será similar ao preço das outras empresas ditas comparáveis e que “o mercado, em média, precifica essas empresas comparáveis de modo correto” (DAMODARAN, 1997, p. 17). Este estudo se ateve a alguns índices de múltiplos tais como: lucro por ação, dividendos por ação e valor patrimonial por ação.

2.3.3.8.1 Valor Patrimonial da Ação (VPA)

A relação entre patrimônio líquido e número de ações emitidas, indica quanto vale cada ação em termos de patrimônio líquido. Porém, o valor de uma ação no mercado pouco tem que ver com o valor do patrimônio líquido da ação, e sim muito mais com a capacidade de geração de lucro e dividendos (CAMARGOS *et.al*, 2014).

$$VPA = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Número de ações emitidas}} \quad (10)$$

2.3.3.8.2 Lucro por ação (LPA)

Este índice mostra quanto corresponde para cada ação o lucro líquido apurado pela empresa em determinado período. É calculado pela divisão do Lucro Líquido e número de ações emitidas (CAMARGOS *et.al*, 2014). Mensura o ganho potencial e não o efetivo de cada ação, visto que o lucro do exercício não é integralmente distribuído (ASSAF, 2012)

$$LPA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de Ações Emitidas}} \quad (11)$$

2.3.3.8.3 Dividendos por ação

É a parcela de dividendos pagos por ação. A forma de cálculo é o Dividendos divididos pelo número de ações.(CAMARGOS *et.al*, 2014).

$$DPA = \frac{\text{Dividendos}}{\text{Número de Ações Emitidas}} \quad (12)$$

2.3.3.8.4 Payout

É a taxa de Distribuição de Dividendos. A forma de cálculo é o dividendos dividido pelo lucro líquido. Indica quanto do lucro líquido da empresa será distribuído como dividendos aos acionistas (CAMARGOS *et.al*, 2014).

$$\text{Payout} = \frac{\text{Dividendos}}{\text{Lucro Líquido}} \times 100 \quad (13)$$

2.3.3.9 Índice de *herfindahl-hirshmann*

O índice de *herfindahl-hirshmann* (HHI) é aplicado para medir a concentração do mercado, o que possibilita averiguar o grau de competição no mercado de produtos e suas influências nas decisões operacionais dos competidores (RANIERI CARDOSO, 2011).

Para as diversas configurações de mercado, uma medida fundamental para a interpretação agregada da estrutura na indústria analisada é a mensuração dos índices de concentração. A mensuração da concentração origina o pressuposto que quanto maior a concentração, menor a concorrência. Portanto, o limite inferior de *HHI* decresce à medida que aumenta o número de firmas na indústria. Assim sendo, o índice depende tanto do número de firmas quanto da dispersão relativa das firmas em suas indústrias (KUPFER; HASENCLEVER, 2002 e ESHO; KOFMAN; SHARPE, 2005).

Este índice é calculado considerando-se a soma dos quadrados de todas as receitas das firmas em suas indústrias ou da parcela de mercado que se pretende analisar (BESANKO *et al.*, 2006; GODDARD; MCKILLOP; WILSON, 2008; KUPFER; HASENCHEVER, 2013) conforme demonstra a equação 4 e 5 a seguir:

$$HHIe = \sum_{i=1}^n \beta_i^2 \quad (14)$$

Sendo que

$$\beta_i = \frac{Q_i}{\sum_{i=1}^M Q_i} \quad (15)$$

em que β_i representa a participação de cada firma na indústria como medida de concentração; e M representa o número de firmas existentes na indústria. O índice é constituído a partir de Q_i e pode ter como variáveis as quantidades produzidas, as quantidades vendidas, o tamanho dos ativos, o faturamento ou alguma outra variável econômica que possa representar a participação de mercado da firma (RANIERI CARDOSO, 2011). O índice de *herfindahl-hirshmann* está dentro do intervalo entre $1/n$ e 1, e, quanto mais próximo de 1, mais elevada será a concentração e, portanto, menor a concorrência (KUPFER; HASENCLEVER, 2002). Besanko *et al.* (2006) atribuem os seguintes parâmetros de concorrência para esse índice:

abaixo de 0,2 - concorrência perfeita, quando a intensidade da concorrência por preço for agressiva; e concorrência monopolista, quando o mercado for agressivo ou leve, dependendo da diferenciação do produto; entre 0,2 e 0,6 – oligopólio e 0,6 ou maior – monopólio. Na concentração de uma indústria, o peso simboliza o quociente da receita de vendas da i -ésima firma em relação ao total da receita de vendas da indústria, considerando que o índice de *HHI* tende a variar entre 0 (um setor com grande número de firmas) e 1 (um setor concentrado com pouca quantidade de empresas), devido ao fato de se efetuar uma soma de quadrados de pesos (LOUZADA, 2010).

3 METODOLOGIA

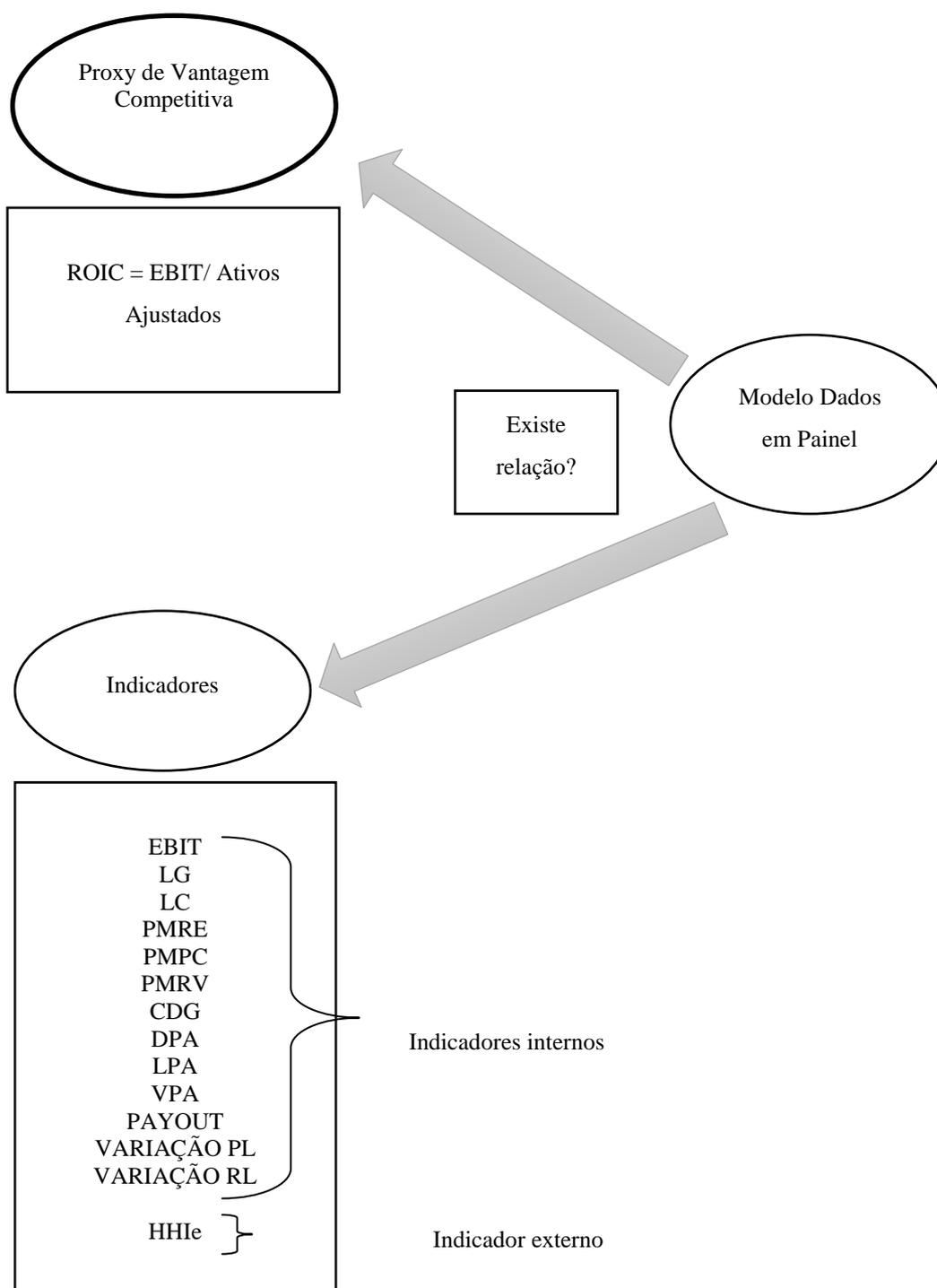
Neste capítulo, com a finalidade de garantir que os objetivos propostos neste estudo fossem alcançados foi preciso adotar e seguir as etapas dos procedimentos metodológicos que foram formulados de acordo com a pesquisa que foi desempenhada. Neste tópico serão apresentados o método e a natureza da pesquisa em questão, técnicas do método de pesquisa adotado, tais como a classificação e a amostra da pesquisa, como também as etapas de coleta e análise de dados.

3.1 Estrutura de Pesquisa

3.1.1 Estrutura geral de pesquisa

A estrutura de pesquisa propõe investigar se os indicadores adotados nesta pesquisa explicam a vantagem competitiva das firmas no setor de comércio, utilizando métricas contidas na estrutura das demonstrações contábeis, verificando o efeito das variáveis internas e externas. A variável dependente representada pela proxy de vantagem competitiva foi constituído pela Variável Latente de retorno sobre o ativo (ROIC). Já os indicadores independentes foram constituídos pelas Variáveis Latentes de: variação do patrimônio líquido, variação da receita líquida, **de liquidez:** (Liquidez corrente, liquidez geral e capital de giro), **de lucratividade:** Lucro antes do Juros e imposto de renda, **de atividade:** prazo médio de renovação de estoque, prazo médio de pagamento de contas, prazo médio de recebimento de vendas, de **múltiplos:** dividendos por ação, lucro por ação, valor patrimonial por ação, *payout*, e de concentração de mercado por meio do índice de *herfindahl*. A Figura 2, Estrutura de pesquisa, apresenta a forma pela qual foram realizados os testes econométricos para validação desta pesquisa, consoante do atingimento dos objetivos e resposta à questão-problema.

Figura 2 – Estrutura de Pesquisa

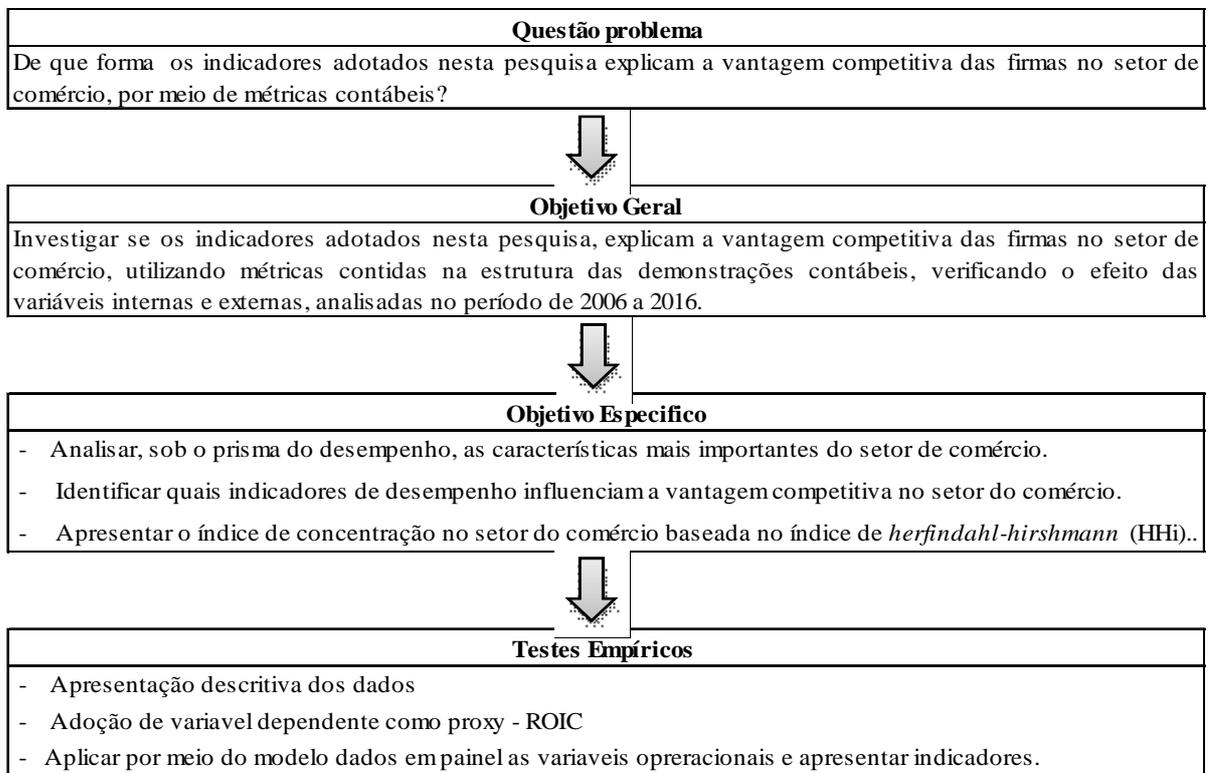


3.1.2 Estrutura Esquemática da Pesquisa

A Figura.3 -Estrutura Esquemática de Pesquisa mostra os procedimentos de elaboração e execução desta pesquisa, de modo a emitir opinião conclusiva sobre os levantamentos realizados.

Figura 3 – Estrutura Esquemática de Pesquisa

VANTAGEM COMPETITIVA NO SETOR DO COMÉRCIO: CRIAÇÃO DE VALOR POR MEIOS DE MÉTRICAS CONTÁBEIS



3.1.3 Definição do método

Lakatos e Marconi (2007) afirmam que método é a agregação das atividades sistemáticas e racionais que, com grande segurança e economia, possibilita atingir o objetivo, delineando o caminho a ser percorrido, captando erros e amparando as decisões do cientista.

O procedimento de pesquisa pode ser desenvolvido por meio de diversas maneiras, todas igualmente válidas. Oliveira (2002) argumenta que o método é uma configuração do pensar

para se chegar à natureza de um problema específico, quer seja para estudá-lo, quer seja para explicá-lo.

3.1.4 Abordagem metodológica

Sabe-se que a abordagem metodológica que mais se ajusta para alcançar os objetivos propostos e a operacionalização de um trabalho com as características deste em questão seja o método científico empírico-analítico, tendo em vista que os dados são provenientes dos demonstrativos contábeis, e que a delimitação da referência empírica da dissertação está circunscrita as empresas da atividade do comércio listada na BM&F BOVESPA.

Baseado no fato de que a natureza deste trabalho versa sobre o estudo dos indicadores de desempenho operacional com fundamento nos resultados gerados pelas empresas da atividade do comércio, optando especificamente como tema o desempenho no setor do comércio, a metodologia adotada teve como premissa básica a vertente quantitativa, pois é a que consegue levantar os dados numéricos sobre o tema. Portanto, a abordagem metodológica pode ser definida como método científico empírico-analítico quantitativo.

3.1.5 Delineamento da pesquisa

O enquadramento da pesquisa numa abordagem metodológica empírico-analítica, como é o caso da presente dissertação, comporta que o delineamento seja entendido como pesquisa descritiva. A pesquisa descritiva procura perceber a realidade, sem nela interferir. Trata-se de uma observação de fenômenos, com a finalidade de descrevê-los e estudá-los, almejando conhecer a natureza do fenômeno, sua composição, processos que o compõem. Compreende-se ainda que essa pesquisa proverá dados transversais, pois trata-se de um panorama ou uma “descrição de elementos em um dado ponto no tempo” (HAIR JR. *et al.*, 2009, p. 87).

Em relação aos métodos de procedimento utilizados na presente pesquisa se enquadram em pesquisa descritiva não-experimental, ou pesquisa *ex-post-facto*. Gil (1994) afirma que, na pesquisa tipo *ex-post-facto* se tem um experimento que se realiza depois dos fatos. Não se trata exatamente de um experimento, visto que o pesquisador não tem controle sobre as variáveis. Porém, os procedimentos lógicos de delineamento *ex-post-facto* são semelhantes aos dos experimentos propriamente ditos.

3.2 Técnicas utilizadas

As técnicas utilizadas são a pesquisa bibliográfica e documental, que contou com a utilização de livros, artigos, revistas e demonstrações contábeis das empresas analisadas. A pesquisa bibliográfica é estratégia necessária para a condução de qualquer pesquisa científica, já que visa a construção da plataforma teórica de um estudo (MARTINS e THEÓPHILO, 2009). E a pesquisa documental em contabilidade é bastante utilizada, especialmente para analisar aspectos relacionados à situação patrimonial, econômica e financeira das empresas (RAUPP e BEUREN, 2006).

3.3 Amostra

Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2016)¹, visando viabilizar o entendimento sobre o setor de comércio o mesmo é classificado em Três segmentos de atividade: comércio por atacado; comércio varejista; e comércio de veículos, peças e motocicletas. Ainda, segundo o IBGE (2016), as empresas atacadistas apresentam-se como empresas de grande porte, em relação à mão de obra e à obtenção de receita, pois contam com elevado volume de vendas, cujas operações podem interferir na formação de preços na economia.

1

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA.- IBGE Comércio, 2016. Disponível em: <http://brasilemsintese.ibge.gov.br/comercio.html>. Acesso em: 15 set. 2016.

Já o comércio varejista, observa-se um alto número de estabelecimentos de pequeno porte, em termos de pessoal ocupado, e cujas vendas destinam-se ao consumidor final, para uso familiar ou pessoal.

O comércio de veículos automotores, peças e motocicletas são apresentadas a parte, pois abrange empresas que atuam em setores diversificados: atacado, varejo e serviços. Neste segmento, predomina a revenda de bens duráveis de alto valor médio, incluindo atividades de representantes comerciais e agentes do comércio de veículos automotores e venda consignada desses produtos.

De acordo com a Pesquisa Mensal de Comércio (PMC), realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), no índice acumulado no ano de 2016, o volume de vendas do Comércio Varejista apresentou uma queda de 6,2% em relação ao ano de 2015, o mais acentuado da série histórica desde 2001. Esse desempenho foi seguido pelas oito atividades que compõem o varejo, sendo que 75% delas registraram as quedas mais acentuadas de suas séries históricas no acumulado em 2016 (*ADVANCED FINANCIAL NETWORK -ADVFN*, 2017)².

Ainda de acordo com *ADVFN* (2017) as atividades que mais se evidenciaram, para reforçar o resultado no todo, foram: Livros, jornais, revistas e papelaria (-16,1%); Móveis e eletrodomésticos (-12,6%); Equipamentos e material de escritório, informática e comunicação (-12,3%); Tecidos, vestuário e calçados (-10,9%); Outros artigos de uso pessoal e doméstico(-9,5%); Combustíveis e lubrificantes (-9,2%); Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo (-3,1%) e Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos(-2,1%).

² *Advanced Financial Network – ADVFN- Comércio Varejista Brasileiro em 2016*. Disponível em: <<http://br.advfn.com/indicadores/comercio-varejista/brasil/2016>>. Acesso em: Jun. 2017.

Por fim *ADVFN* (2017) afirma que o Comércio Varejista Ampliado, que engloba também as atividades de veículos, motos, partes e peças e de material de construção, registrou a queda mais acentuada da série histórica (-8,7%). Esse resultado reflete, sobretudo, o comportamento das vendas de Veículos, motos, partes e peças (-14,0%) e de Material de construção (-10,7%). Os fatores que justificam este desempenho são a redução do ritmo de financiamentos, a aumento da taxa de juros e a restrição orçamentária das famílias. O Quadro 1 apresenta a variação do volume de vendas no varejo Brasileiro no ano de 2016.

Quadro1: Variação do Volume de Vendas no Varejo Brasileiro em 2016

MÊS	ÍNDICE MENSAL (%)	ÍNDICE Anual (%)
Janeiro	12,0	-10,6
Fevereiro	1,2	-4,2
Março	-0,9	-5,7
Abril	0,3	-6,9
Maio	-0,8	-9,0
Junho	0,2	-4,8
Julho	-0,7	-5,6
Agosto	-0,8	-5,5
Setembro	-0,8	-5,7
Outubro	-0,4	-8,1
Novembro	1,0	-3,8
Dezembro	-2,1	-4,9

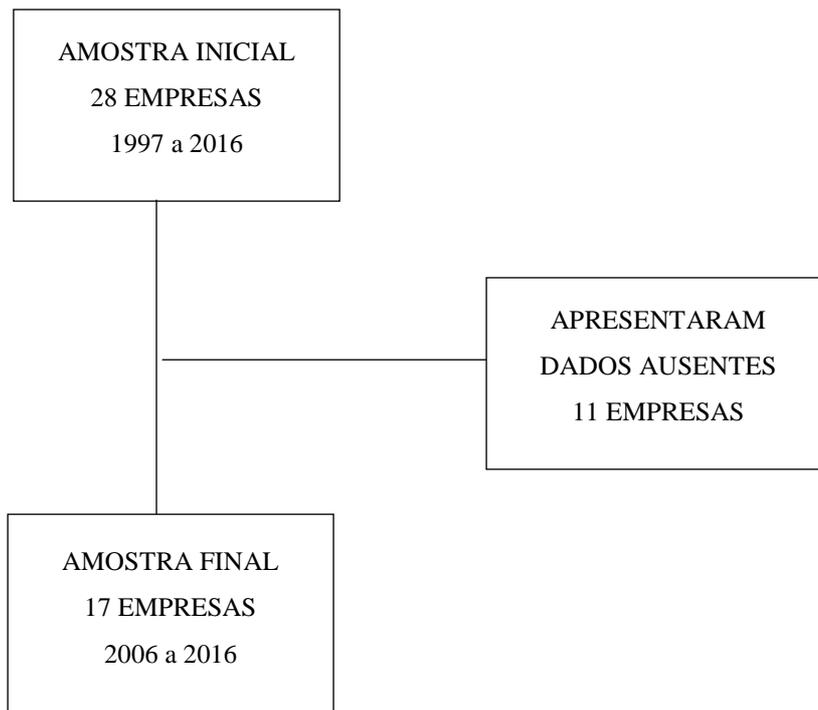
Fonte: *Advanced Financial Network -ADVFN*(2017).

A expectativa é que as evidências encontradas nesta pesquisa sejam um suporte aos gestores para a tomada de decisões. E fomenta a elaboração de estudos que contribuam para a prática do comércio.

Os embasamentos econômicos que influenciam ou, no mínimo, podem ser atrelados simplesmente com o campo da contabilidade, faz parte da Teoria da Organização Industrial que é formada por um aparato analítico essencial para o estudo das relações entre as firmas e a indústria onde se inserem cujo foco está na interferência que a estrutura da indústria exerce sobre as firmas (BYRNS; STONE, 1996), assim como no seu desempenho.

O universo da pesquisa foi composto por todas as empresas da atividade de comércio listadas na BM&F BOVESPA, com ações ordinárias, que totalizaram 28 empresas no período de 1977 a 2016. A exclusão de algumas empresas ocorreu pelo fato de apresentarem informações ausentes referentes a quaisquer uns dos seguintes dados: retorno sobre o ativo, Lucro antes do Juros e imposto de renda, liquidez geral, liquidez corrente, prazo médio de renovação de estoque, prazo médio de pagamento de contas, prazo médio de recebimento de vendas, capital de giro, dividendos por ação, lucro por ação, valor patrimonial por ação, *payout*, variação do patrimônio líquido, variação da receita líquida e índice de *herfindahl*. De acordo com a Figura 4– Organograma da Amostra Pesquisada, a amostra inicial continha informações de 28 (vinte e oito) após as exclusões de algumas empresas reduziu para 17 empresas e o período analisado passou para 2006 a 2016.

Figura 4 – Organograma da amostra pesquisada



Fonte: elaborada pelo autor

Portanto, percebe-se que o período de análise (T) igual a 10 anos é menor que o número de componentes da amostra (N) igual a 17 empresas. Neste caso demanda mais atenção na escolha da metodologia.

O Quadro 2 – apresenta as empresas que compõe a amostra e o segmento ao qual elas estão inseridas.

Quadro 2 – Empresas da amostra

AMOSTRA DE TESTE
BENS INDUSTRIAIS
MINASMAQUINAS S.A. MINASMAQUINA
ELETRODOMÉSTICOS
MAGAZINE LUIZA S.A.
PRODUTOS DIVERSOS
B2W - COMPANHIA DIGITAL
HYPERMARCAS S.A.
LOJAS AMERICANAS S.A.
TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.
GRAZZIOTIN S.A.
GUARARAPES CONFECCOES S.A.
LOJAS HERING S.A.
LOJAS RENNER S.A.
MARISA LOJAS S.A.
ESTOQUE COMÉRCIO E CONFECCÕES DE ROUPAS S.A.- LE LIS BLANC
COMÉRCIO E DISTRIBUIÇÃO - ALIMENTOS
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO - P.AÇÚCAR CBD
COMÉRCIO E DISTRIBUIÇÃO - MEDICAMENTOS E OUTROS PRODUTOS
CREMER S.A.
DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS
NORTEC QUÍMICA S.A. - NORTCQUINICA
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.

Fonte: Empresas do setor do comércio - BM & F - BOVESPA

3.4 Técnicas de Coleta de dados

No caso específico deste trabalho, foi utilizada a análise documental (fontes secundárias) como fonte de informações para a coleta de dados. Estes estão relacionados com o tema proposto, objetivando evitar induções e fundamentar em evidências objetivas.

No que diz respeito aos documentos foram obtidos a partir das demonstrações contábeis não consolidadas, anuais, patrimonial, de resultados publicados pela BM&F BOVESPA do segmento do setor do comércio.

O período de análise deste estudo compreende os anos de 2006 a 2016. *A posteriori*, coletaram-se, do banco de dados da empresa de consultoria Quantum, os seguintes dados em períodos anuais: retorno sobre o ativo, Lucro antes do Juros e imposto de renda, liquidez geral, liquidez corrente, prazo médio de renovação de estoque, prazo médio de pagamento de contas, prazo médio de recebimento de vendas, capital de giro, dividendos, lucro líquido ajustado, patrimônio líquido, receita líquidas. Em seguida efetuou-se o tratamento dos dados para obtenção dos índices dividendos por ação, lucro por ação, valor patrimonial por ação, *payout*, variação do patrimônio líquido, variação da receita líquida e índice de *herfindahl*.

3.5 Procedimentos Econométricos

A análise de dados compreendeu a análise do desempenho por meio da criação de valor apropriada pela empresa utilizando a variável dependente ROIC como *proxy* de vantagem competitiva através da avaliação de variáveis independentes como: relacionadas à liquidez: lg, lc e cdg, índices de atividade: pmre, pmpe e pmrv, , variação do Patrimônio Líquido e da Receita Líquida, , EBIT ou LAJIR,. Índices múltiplos: lpa, dpa,vpla, *payout* e hhie. Após a obtenção da amostra procedeu-se o cálculo d índice de herfindahl anual e em seguida o cálculo da média do setor do comércio. Na sequência com o objetivo de diminuir a discrepância de escala entre as variáveis procedeu-se a padronização dos dados por meio da seguinte operacionalização: o valor observado menos a média dividida pela amplitude máxima subtraída da amplitude mínima. Depois os dados foram empilhados e procedeu-se a eliminação das empresas que apresentavam dados faltantes. Os dados extremos e os *outliers* foram identificados por meio da análise da estatística descritiva dos dados. Foi realizado o teste de normalidade de *Shapiro Wilk* para verificar a distribuição dos dados de cada variável. Optou-se pela permanência dos dados extremos e *outliers* na amostra por acreditar que os dados estariam mais próximos da realidade das empresas analisadas. Foram realizados testes para atender aos pressupostos do estimador dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO),

utilizando os seguintes testes/estatísticas: normalidade das variáveis, normalidade dos resíduos, Homocedasticidade, problema de verificação da forma funcional, a multicolinearidade entre as variáveis, as correlações aos pares. Análise da estatística descritiva das variáveis. Por se tratar neste estudo de uma amostra em que o período analisado de 10 anos é menor que o número de componentes da amostra igual a 17 o painel pode ser considerado curto ($T=10 < N=17$). E por fim para identificar a relação existente entre as variáveis que compõem esse estudo foi realizada análise de regressão de dados em painel curto onde buscou atender aos pressupostos do modelo dados em painel curto para obtenção do modelo final O software utilizado nas análises foi o Stata©.

3.6 Modelo Estatístico

Os modelos para dados em painel contêm uma vantagem em relação aos modelos para corte transversal ou para séries temporais: controlam a heterogeneidade presente nos indivíduos. Isso significa que eles controlam os efeitos das variáveis não observadas, ou seja, características específicas de cada indivíduo que influenciam a variável explicada e que não são possíveis de serem mensuradas. Modelos que omitem essas variáveis podem gerar resultados viesados (HSIAO, 1986).

O modelo geral para dados em painel é representado por meio da equação 18

$$Y_{it} = \beta_{0it} = \beta_{1it} X_{it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

Nesta equação, o subscrito i denota os diferentes indivíduos e o subscrito t denota o período de tempo que está sendo analisado, o β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto e β_k refere-se ao coeficiente angular correspondente a k -ésima variável explicativa do modelo (DUARTE, LAMOUNIER e TAKAMATSU, 2007).

De acordo com Fávero (2013), essa técnica proporciona maior quantidade de informação, menor colinearidade entre as variáveis, maior variabilidade dos dados, maior grau de liberdade e, assim, maior eficiência de estimação das variáveis.

A análise de dados em painel é eficaz quando se tem a mesma unidade *cross section*, por exemplo, indivíduo ou empresa, medido ao longo do tempo. Fávero *et al.* (2014) explicam que essa técnica econométrica propõe que o pesquisador avalie a relação entre alguma variável dependente e várias outras preditoras de modo a analisar as inferências entre os indivíduos ao longo do tempo. Dessa forma, os modelos com dados em painel têm seu foco na heterogeneidade das unidades *cross section*, envolvendo, segundo Wooldridge (2008) e Heij, *et al.* (2004), as seguintes hipóteses básicas:

- o número das unidades (n) deve ser maior que o número de observações no tempo (t) por unidade;
- os efeitos específicos das unidades devem ser correlacionados com as variáveis explicativas, mas não devem ser correlacionados com o termo de erro (eit);
- o termo de erro (eit) deve ser independente e identicamente distribuído, com média zero e variância constante;
- as variáveis explicativas devem ser estritamente exógenas.

Uma vez que a amostra foi constituída anualmente, parte das empresas não apresentavam dados em todos os períodos ou não foram disponibilizados os dados dos balanços anuais. Dessa forma, não foi possível a utilização de painel balanceado, uma vez que não há todos os dados para todos os períodos. Portanto, formou-se um painel não-balanceado com 17 empresas do setor do comércio da BM&F BOVESPA para efetiva análise dos dados.

Nesse caso, de acordo com Baum (2006), é preferível a utilização de painéis não-balanceados, devido à ausência de dados que pudessem prejudicar a pesquisa. Conforme Greene (2003), existem três tipos de modelos para análise de dados em painel: modelo empilhado (pooled), modelo de efeitos fixos e modelo de efeitos aleatórios. Caso as suposições de heterogeneidade e independência dos erros (eit) forem violadas, existem métodos que permitem tratar esses inconvenientes.

Favero (2013) destaca que se não acontecerem efeitos fixos, mas os erros evidenciarem correlação dentro do painel, então o estimador de efeitos aleatórios será consistente, mas ineficiente e, assim sendo, uma estimação com erros-padrão robustos clusterizados deverá ser obtida. Deste modo, para um painel curto, em que período de análise (T), menor que número

de indivíduos (N), uma estimação com erros-padrão robustos clusterizados pode ser obtida considerando-se a premissa de que os erros são independentes entre indivíduos e que $N \rightarrow \infty$, ou seja, que $(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{js}) = 0$ para $i \neq j$, que $E(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{is})$ não seja restrita e que ε_{it} seja heterocedástico. No caso deste estudo T é menor que N portanto justifica o uso de Dados em Painel curto.

3.6.1 Modelo empilhados (pooled)

No modelo empilhados, pressupõe-se que a influência das variáveis explicativas sobre a variável dependente é idêntica para todas as unidades *cross section*, não se admitindo que cada unidade *cross section* tenha seu próprio intercepto. Logo, o efeito entre as unidades *cross section* é agrupado em um único intercepto.

Dessa forma, pode-se representar o modelo de efeito agrupado da seguinte forma:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \sum_{p=1}^p \beta_p X_{itp} + \varepsilon_{i,t} \quad (17)$$

Sendo que $i=1,2,\dots,n$, (unidades *cross section*), $t=1,2,\dots,T$ (tempos) e $p=1,2,\dots,P$ (variáveis independentes). Como é muito comum existir uma grande heterogeneidade entre as unidades *cross section*, esse modelo é pouco utilizado em dados em painel.

3.6.2 Modelos de efeitos fixos

No modelo de efeito fixo, pressupõe-se que a influência das variáveis explicativas sobre a variável dependente é idêntica para todas as unidades *cross section*, porém se admite que cada unidade *cross section* tenha seu próprio intercepto representado por um conjunto de variáveis binárias, incorporando, assim, a heterogeneidade existente entre as unidades.

Dessa forma, pode-se representar o modelo de efeito fixo da seguinte forma:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \sum_{p=1}^p \beta_p X_{itp} + \varepsilon_{i,t} \quad (18)$$

Sendo que $i=1,2,\dots,n$, (unidades *cross section*), $t=1,2,\dots,T$ (tempos) e $p=1,2,\dots,P$ (variáveis independentes). De acordo com Kennedy (2009), as principais desvantagens desse modelo são: 1) o fato de se consumir muitos graus de liberdade com a estimação dos interceptos por unidade *cross section*; 2) não permitir a estimação dos coeficientes angulares para as variáveis explicativas que não apresentam variabilidade com o tempo

3.6.3 Modelos de efeitos aleatórios

No modelo de efeito aleatório, também se pressupõe que a influência das variáveis explicativas sobre a variável dependente é idêntica para todas as unidades *cross section*, porém com acomodação da heterogeneidade entre as unidades *cross section*, utilizando uma variável aleatória e a parte específica se distribui aleatoriamente da seguinte forma:

$$Y_{i,t} = \beta\alpha_{0i} + \sum_{p=1}^p \beta_p X_{itp} + \varepsilon_{i,t} \quad (19)$$

Sendo, com, com $i=1,2,\dots,n$, (unidades *cross section*), $t=1,2,\dots,T$ (tempos) e $p=1,2,\dots,P$ (variáveis independentes). Segundo Kennedy (2009), esse modelo economiza graus de liberdade e produz um estimador mais eficiente dos coeficientes de inclinação do que o modelo de efeitos fixos. Isso ocorre porque ele permite a estimação dos coeficientes das variáveis explicativas que não variam com o tempo. Por outro lado, esse método não é adequado quando ocorre correlação entre o componente de efeito específico do termo de erro e as variáveis explicativas.

3.6.4 Testes de suposição e diagnóstico

Para modelar dados em painel, o primeiro passo seria verificar se os interceptos que captam a heterogeneidade *cross section* são iguais, pois, sendo, pode-se utilizar o modelo de efeitos agrupados (*Pooled*) e Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) teste utilizado para testar a hipótese nula (H_0) de que os interceptos são iguais é o teste LM (*Lagrange Multiplier*) que se

baseia no método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) dos resíduos da regressão. Se a hipótese nula (H0) for rejeitada, indicando que há variação nos interceptos das unidades, o próximo passo será definir qual estimador é mais adequado de efeitos fixos ou aleatórios.

O teste de *Hausman* (HAUSMAN, 1978) é utilizado para verificar qual estimador é mais adequado para efeitos fixos ou aleatórios, testando a hipótese nula (H0) de que não existe correlação entre as variáveis explicativas e os efeitos individuais dos interceptos. A estatística de teste é dada por:

$$H = [(\hat{\beta})]_{FE} - (\hat{\beta}_{RE})^t - V^{-1} (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})[(\hat{\beta})]_{FE} - (\hat{\beta})]_{RE} \sim X_k^2 \quad (20)$$

3.6.5 Endogeneidade

Os modelos para dados em painel admitem que não há correlação entre as variáveis explicativas e o termo de erro. Isso é, exige-se que as variáveis sejam exógenas. Quando esse pressuposto não é atendido, surge a endogeneidade, gerando estimativas inconsistentes e viesadas para os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Esta técnica econométrica tem como foco identificar estatisticamente qual o melhor conjunto adequado de variáveis independentes que explicam a variável dependente (WOOLDRIDGE, 2008). Tem-se para alcançar essa meta a minimização da soma dos quadrados das diferenças obtida entre os dados e a curva ajustada, ou seja, minimizar os resíduos e, conseqüentemente, maximizar o coeficiente de determinação (R²). *Hair et al.* (2009) citam que esse tipo de análise tem como propósito prever as mudanças na variável dependente como resposta a mudanças nas variáveis independentes, e o objetivo é alcançado por meio de regra estatística dos mínimos quadrados. Para essa apuração será utilizada a equação da Regressão Linear Múltipla – MQO, conforme Gujarati (2011), a saber:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \dots + \beta_k X_{ki} + U_i \quad (21)$$

em que,

Y_i = variável dependente, explicada, de resposta;

β_1 = é o intercepto de y , corresponde a constante, ou seja, o lugar onde a linha intercepta o eixo y ;

β_{ki} = são os coeficientes angulares das variáveis independentes, corresponde aos parâmetros de inclinação da relação entre y e x , ou seja, mede o efeito de x sobre y ;

x = variáveis independentes, explicativas, de controles;

u = corresponde ao termo de erro, perturbação da relação.

Para *Wooldridge* (2008), existem três fatores de ocorrência de endogeneidade, a saber:

- variáveis omitidas – ocorre quando a endogeneidade aparece por meio de uma variável não controlada, dificultando a análise para o pesquisador. Portanto, trata-se de uma variável correlacionada com outra variável independente e com o termo de erro, afetando, tanto a variável dependente, quanto a variável independente;
- erro de medida em uma das variáveis independentes ou na variável dependente - ocorre quando existem erros de mensuração com um certo grau de imprecisão das variáveis independentes e variável dependente, provocada por erros de registro e pelo distanciamento entre um fator a ser observado e a proxy utilizada.
- causalidade reversa – ocorre quando uma variável dependente e outra variável independente afetam uma a outra em sentido bidirecional.

Já, para testar a endogeneidade dos modelos, foi utilizado o teste de *Durbin-Wu-Hausman* produzido a partir da função `ivreg2()` no software “Stata©”. Tal prática também foi utilizada por Peixoto (2012).

3.7 Resumo das variáveis

Os resultados esperados dos indicadores independentes pela relação com a variável dependente *roic* são apresentados no Quadro 3.

Quadro 3: Variáveis independentes e dependentes

Sigla	Variável dependente	Definição operacional	Resultados Esperados
ROIC	Retorno sobre o ativo	$ROIC_t = \frac{EBIT_t}{Ativosajustados_t}$	
Sigla	Variáveis independentes internas	Definição operacional	Resultados Esperados
LG	Liquidez Geral	$LG = \frac{AC + RLP}{PC + PNC}$	+
LC	Liquidez Corrente	$LC = \frac{AC}{PC}$	+
PMRE	Prazo Médio de Renovação de Estoque	$PMRE = \frac{Estoques\ Médio}{Custo\ das\ Mercadorias\ Vendidas} \times 360$	-
PMPC	Prazo Médio de Pagamento de Compras	$PMPC = \frac{Fornecedores}{CCompras} \times 360$	+
PMRV	Prazo Médio de Recebimento de Vendas	$PMRV = \frac{Duplicataareceber}{Vendas} \times 360$	-
ΔRL	Varição da Receita Líquida	$\Delta RL = RL_{tn} - RL_{tn-1}$	+
ΔPL	Varição do Patrimônio Líquido	$\Delta PL = PL_{tn} - PL_{tn-1}$	+
CDG	Capital de Giro	$AC - PC$	+
EBIT ou LAJIR	Lucro antes do Juros e Imposto de Renda	DRE	+
LPA	Lucro por ação	$LPA = \frac{Lucro\ Líquido}{Número\ de\ Ações\ Emitidas}$	+
DPA	Dividendos por Ação	$DPA = \frac{Dividendos}{Número\ de\ Ações\ Emitidas}$	+
VPA	Valor do PL por ação	$VPA = \frac{Patrimônio\ Líquido}{Número\ de\ Ações\ Emitidas}$	+
Payout	Dividendos / Lucro Líquido	$Payout = \frac{Dividendos}{Lucro\ Líquido} \times 100$	+
Sigla	Variável independente externa	Definição operacional	Resultados Esperados
HHIe	Índice de <i>Herfindahl</i>	$HHIe = \sum_{i=1}^n \beta_i^2$	+

Fonte: elaborado pelo autor.

Os resultados esperados no (QUADRO 3) foram embasados nas teorias de: Cossermelli *et al.* (2014). afirma que a Liquidez Corrente e Liquidez Geral indicam a capacidade da empresa de honrar os compromissos a curto e longo prazo respectivamente. Assim a expectativa é de sinal positivo com o roic porque indica maior capacidade de pagamento da empresa. De acordo com Dias, Sgarbi (2011), Espera-se que o PMRE tenha uma relação negativa com a variável dependente visto que quanto maior o PMRE significa mais tempo de estocagem gerando maior custo e valor pecuniário estagnado. Acredita que o PMPC mais dilatado de preferência superior ao PMRV a empresa estará trabalhando com capital de terceiros e com uma folga financeira o que possibilita a obtenção do sinal positivo com o roic. Assim quanto maior o PMRV além do PMPC significa que a empresa esta operando com capital próprio e paga os fornecedores antes de receber dos clientes. Já o EBIT conforme Marques *et al* (2008) com sinalização positiva representa maior geração de caixa nas operações e está associada a um maior retorno sobre o ativo. Assim a expectativa é de sinal positivo com a variável dependente. A Variação da receita líquida e variação do Patrimônio líquido se forem positiva espera-se a correspondência de um sinal positivo com o roic, mas se a variação for negativa a relação terá uma sinalização negativa (HENDRIKSEN e VAN BREDA, 1999). Para Tófoli (2008), o CDG quando positivo sinaliza que a empresa dispõe de recursos de longo prazo suficientes para bancar os ativos permanente mais realizáveis a longo prazo e outros ativos. Espera-se o sinal positivo do VPA porque quanto mais elevado for o VPA, maior será o roic. O DPA espera-se sinal negativo com o roic porque será menor a quantidade de recursos financeiros investido na empresa. LPA expectativa é de sinal positivo com a variável dependente porque representa o resultado positivo em relação aos investimentos realizados na empresa (ASSAF, 2003). Quanto maior o *payout* maior será a geração de dividendos na empresa dessa forma espera um sinal positivo com o roic (CAMARGOS et.al, 2014). O HHie a expectativa é de sinal positivo com a variável dependente porque se o nível de concentração varia no intervalo entre 0 e 1 e abaixo de 0,2 significa concorrência acirrada num mercado bastante pulverizado. De acordo com (BESANKO, et al., 2006).

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.

Neste capítulo, para verificar se houve atendimento aos pressupostos do estimador dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), foram realizados os seguintes testes/estatísticas: normalidade das variáveis, normalidade dos resíduos, Homocedasticidade, problema de verificação da forma funcional, a multicolinearidade entre as variáveis, as correlações aos pares. Análise da estatística descritiva das variáveis. E por fim para identificar a relação existente entre as variáveis que compõem esse estudo foi realizada análise de dados em painel curto. O software utilizado nas análises foi o Stata©.

4.1 Normalidade das variáveis

Para conhecer o comportamento das variáveis foi feito o histograma para cada variável com a finalidade de verificar se a forma de sino da distribuição Normal está presente. Também foi obtido o gráfico *box-plot* para avaliar se a distribuição é assimétrica e detectar a presença de valores extremos “outliers”. Para testar a normalidade da distribuição realizou-se o teste de *Shapiro Wilk* onde a hipótese nula (H_0) é igual a distribuição normal (simétrica) e a hipótese alternativa (H_a) a distribuição não é normal (assimétrica). A regra de decisão é se o Valor - P for maior que o nível de significância, os dados apresentam distribuição normal. Nesta pesquisa foi o nível de significância de 5%, ou seja, 0,05. Os valores extremos “outliers” permaneceram na amostra visando retratar de forma mais fiel realidade das empresas analisadas. A Tabela.1 mostra o resultado do teste de normalidade das variáveis. Todas as variáveis apresentaram Valor-P menor que o nível de significância de 5%, portanto não aceita a hipótese nula e a distribuição dos dados é assimétrica.

Tabela 1 - Teste de Normalidade das Variáveis

VARIÁVEL	TESTE <i>SHAPIRO - WILK</i> Estatística	VALOR - P	RESULTADO
roic	0.97332	0.02222	distribuição não é normal
ebit	0.71352	0.00000	
lg	0.89316	0.00000	
lc	0.87193	0.00000	
pmre	0.76482	0.00000	
pmpc	0.95082	0.00037	
pmrv	0.96107	0.00216	
cdg	0.6824	0.00000	
dpa	0.47402	0.00000	
lpa	0.47859	0.00000	
vpa	0.48442	0.00000	
payout	0.29404	0.00000	
varpl	0.61353	0.00000	
varrl	0.69567	0.00000	
hhie	0.45056	0.00000	

Fonte: Dados da Pesquisa

Heij *et al.* (2004) destaca que ao considerar que os termos de erros são normalmente distribuídos, o estimador MQO é um método ideal no sentido de que é consistente e (assintoticamente) eficiente. Por esse motivo, é importante testar a normalidade dos resíduos, bem como também pelo fato de muitos testes econométricos (como o teste *t* e o teste *F*) serem embasados na hipótese de normalidade. Assim, a fim de testar a normalidade dos resíduos do modelo proposto, propõe-se com base na literatura, utilizar os testes de Doornik-Hansen. Doornik e Hansen (2008) recomendam um teste para a normalidade baseado em assimetria e curtose, os autores verificaram que o teste possui melhores propriedades de tamanho e potência que outros propostos, sendo tal teste também aplicado em resíduos de regressão e cuja hipótese nula é de normalidade.

Entretanto, Gujarati e Porter (2011) salientam que os modelos de dados empilhados (ou *pooled*) ao juntar diversos indivíduos em períodos diferentes camuflam a heterogeneidade individual que possa haver entre os indivíduos (no caso entre as empresas do setor do

comércio). Ou melhor, a heterogeneidade de cada indivíduo está incluída no termo de erro, *uit*. Como consequência, pode ocorrer de o termo de erro estar correlacionado com alguns dos regressores do modelo. Se for esse o caso, os coeficientes estimados podem ser tendenciosos e inconsistentes.

Foi realizado o teste de normalidade dos resíduos por meio do comando `omninorm erro` no Stata© para verificar a presença da heterocedasticidade dos resíduos. As hipóteses do teste em são as seguintes: Hipótese nula (H_0) e hipótese alternativa (H_a):

H_0 : Indica que os resíduos possuem distribuição normal

H_a : O erro é heterocedástico.

Conforme apresentado na TAB.2 o Valor $-P$ do teste Omninorm é maior que o índice de significância, neste caso aceita a hipótese nula, ou seja, indica que os resíduos possuem distribuição normal. As hipóteses são as seguintes:

H_0 : os resíduos possuem distribuição normal

H_a : os resíduos não possuem distribuição normal.

O modelo estimado não violou um dos pressupostos de Modelo Múltiplo de Regressão Linear estimado por MQO.

O teste de Breusch-Pagan (BPG) objetiva auxiliar na identificação da presença do erro composto, por meio da heterocedasticidade dos resíduos (Baltagi, 2005). As hipóteses são as seguintes:

H_0 : O erro é homocedástico.

H_a : O erro é heterocedástico.

A Tabela 2 mostra que o nível de significância é menor que o Valor-P assim deve-se aceitar a hipótese nula, demonstra que a variância do erro é constante. Não houve violação do pressuposto de homocedasticidade, considerando o nível de significância de 1%.

De acordo com o teste de Ramsey RESET as hipóteses do teste são:

H_0 : A especificação é adequada.

H_a : A especificação é inadequada.

Considerando o nível de significância de 1% nota-se que o Valor-P é maior, neste caso aceita a hipótese nula demonstrando que a equação estimada foi especificada corretamente. E o

modelo estimado não violou um dos pressupostos de Modelo Múltiplo de Regressão Linear estimado por MQO conforme apresentado na TAB.2.

Tabela 2 – Testes de Pressupostos

TABELA 14 - TESTES DOS PRESSUPOSTOS

Pressupostos	Teste utilizado	Ho	Valor P	Nível de significância	resultado
Normalidade dos resíduos	Omninorm	Normalidade dos resíduos	0,4504	0,01	Aceita Ho
Heterocedasticidade dos resíduos	BPG	Variância dos resíduos é constante	0,0149	0,01	Aceita Ho
Especificação do modelo	Ramsey RESET	Forma Funcional corretamente especificada	0,1902	0,01	Aceita Ho
Multicolinearidade	VIF	< 10 não há problema de multicolinearidade	4,89	N/A	Aceita Ho

Fonte: Dados da Pesquisa

O teste do *Variance Inflation Fator-VIF* foi utilizado para verificar a ausência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas. Se qualquer fator de inflação da variância exceder 10, essa variável será tida como altamente colinear. (Gujarati, 2011), enquanto Fávero et al. (2009) é mais conservador e argumenta que, se tal índice ultrapassar 5 indicará a possibilidade de ocorrência de erro tipo II. Ainda segundo Gujarati (2011) um VIF alto não é necessário nem suficiente para obter variâncias e erros padrão altos. Assim sendo, a alta multicolinearidade, medida por um FIV alto, pode não necessariamente causar erros padrão altos. Sendo que os termos *alto* e *baixo* são usados no sentido relativo. As variáveis *vpla* e *lpa* não foram retiradas do modelo devido a importância teórica para o problema em questão.

A Tabela 3 mostra o resultado do vif médio das variáveis independentes.

Tabela 3 - VIF

Variável	VIF	1/VIF
vpla	18,97	0,052726
lpa	11,1	0,090110
dpa	9,84	0,101664
lc	4,31	0,232044
pmpc	3,25	0,307560
lg	2,9	0,345318
ebit	2,84	0,352195
varpl	2,73	0,366953
hhie	2,55	0,392842
pmre	2,24	0,445723
payout	2,15	0,466112
varrl	2,05	0,488167
pmrv	1,8	0,554423
cdg	1,69	0,592847
Média VIF	4,89	

Fonte: Dados da Pesquisa

Os *VIFs* foram em muitos casos, inferiores aos limites definidos na teoria. Isso implica a ausência de um potencial problema de multicolinearidade, no caso de um modelo que considere as variáveis em conjunto. Ou melhor, não há multicolinearidade entre os regressores, uma vez que o teste VIF apresentou um valor médio menor que 5.

4.2 Estatísticas descritivas e matriz de correlações das Variáveis

De acordo com a Tabela 4, nota-se que a ação é invariante no tempo e, portanto, apresenta variação *within* igual a zero. Por outro lado, a variável referente ao tempo (ano) não é invariante entre empresas, já que se trata de um painel desbalanceado e, portanto, a sua variação *between*, mesmo sendo menor do que a *within*, não é igual a zero. Apenas as variáveis *payout* e *varpl* apresentam maior variação ao longo do tempo (*within*) do que entre indivíduos (*between*), porém ainda não é possível afirmar que a estimação *within* resultará

numa perda de eficiência, já que a proporção entre as variâncias *within* e *between* de cada variável é diferente e ainda não se conhecem as significâncias estatísticas de cada um delas nos modelos. A tabela 1, todavia, oferece um maior embasamento para a adoção dos modelos de dados em painel e a aplicação de diversos estimadores.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas das variáveis

Variável	Decomposição	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Observações
empresa	overall	11.85088	5.639984	1	22	N = 114
	between		6.274364	1	22	n = 17
	within		0	11.85088	11.85088	T-bar = 670588
ano	overall	2011.561	2.929964	2006	2016	N = 114
	between		1.666953	2009.667	2015.5	n = 17
	within		2.689211	2006.561	2016.561	T-bar = 670588
roic	overall	0.0000877	0,2249779	-0,44	0,56	N = 114
	between		0,2120696	-0,37	0,41	n = 17
	within		0,1405924	-0,327185	0,4440877	T-bar = 670588
ebit	overall	-2.63E-04	0,1782683	-0,13	0,87	N = 114
	between		0,1669129	-0,13	0,43	n = 17
	within		0,1000755	-2.29	0,4402632	T-bar = 6,70588
lg	overall	-4.39E-04	0,1560145	-0,26	0,74	N = 114
	between		0,1418814	-0,26	0,3466667	n = 17
	within		0,970302	-0,1513477	0,7395614	T-bar = 6,70588
lc	overall	-3.51E-04	0,1874653	-0,26	0,74	N = 114
	between		0,195337	-0,2233333	0,3966667	n = 17
	within		0,1022894	0,2346491	0,7053509	T-bar = 6,70588
pmre	overall	-1.75E-04	0,14378	-0,24	0,76	N = 114
	between		0,1424145	-0,1166667	0,51	n = 17
	within		0,0800459	-0,2998246	0,3147209	T-bar = 6,70588
pmrc	overall	-4.39E-04	0,2512848	-0,38	0,62	N = 114
	between		0,2272145	-0,315	0,43454455	n = 17
	within		0,1057737	-0,2655614	0,3404386	T-bar = 6,70588
pmrv	overall	-8.77E-05	0,2039369	-0,35	0,65	N = 114
	between		0,1911243	-0,3433333	0,3372727	n = 17
	within		0,970427	0,3453668	0,312815	T-bar = 6,70588
cdg	overall	-8.17E-11	0,1031281	-0,54	0,46	N = 114
	between		0,1040833	-0,1666667	0,3366667	n = 17
	within		0,0694264	-0,3733333	0,3066667	T-bar = 6,70588

Continua...

Tabela 4 – Estatísticas descritivas das variáveis

Continuação

Variável	Decomposição	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Observações
dpa	overall	-4.39E-04	0,1631677	-0,07	0,93	N = 114
	between		0,1248013	-0,07	0,4581818	n = 17
	within		0,609841	-0,2686204	0,4713796	T-bar = 6,70588
lpa	overall	-7.02E-04	0,1762275	-0,07	0,93	N = 114
	between		0,1375769	-0,0633333	0,51	n = 17
	within		0,0539693	-0,2107017	0,4192983	T-bar = 6,70588
vpla	overall	-8.77E-04	0,1904655	-0,06	0,94	N = 114
	between		0,1429407	-0,06	0,5327273	n = 17
	within		0,0757623	-0,3518501	0,4081499	T-bar = 6,70588
payout	overall	-2.63E-04	0,085336	-0,84	0,16	N = 114
	between		0,038157	-0,134	0,06375	n = 17
	within		0,0782805	-0,7062631	0,2737368	T-bar = 6,70588
varpl	overall	-8.77E-05	0,1290366	-0,29	0,71	N = 114
	between		0,099013	-0,065	0,3433333	n = 17
	within		0,106433	-0,30344211	0,6179123	T-bar = 6,70588
varrl	overall	-0.0000877	0,1131097	-0,27	0,73	N = 114
	between		0,0936372	-0,06	0,27666667	n = 17
	within		0,0824629	-0,4134211	0,4532456	T-bar = 6,70588
hhie	overall	0,0009649	0,1505387	-0,06	0,94	N = 114
	between		0,2164336	-0,06	0,84	n = 17
	within		0,0167345	-0,0809649	0,0990351	T-bar = 6,70588

Fonte: Dados da Pesquisa

Para verificar a intensidade das relações entre as variáveis explicativas, utilizou-se o coeficiente de correlação de Pearson, com o propósito de identificar possíveis problemas de multicolinearidade. A Tabela 5 evidencia a correlação de *Pearson* das variáveis da amostra:

A tabela 5 - Correlação de Pearson para as variáveis

	roic	ebit	lg	lc	pmre	pmpc	pmrv	cdg	dpa	lpa	vpa	payout	varpl
roic	1												
ebit	0,2305	1											
lg	0,0967	-0,3613	1										
lc	-0,0931	-0,2765	0,7195	1									
pmre	-0,1295	-0,1251	-0,1863	-0,0905	1								
pmpc	0,1613	0,3654	-0,4510	-0,6008	0,4214	1							
pmrv	0,0052	-0,0491	0,2925	0,4961	-0,1306	-0,2594	1						
cdg	-0,0049	0,2720	-0,1230	0,0409	-0,1129	0,2009	0,2247	1					
dpa	-0,0485	-0,2299	0,2455	0,0223	-0,0495	-0,2391	-0,1873	-0,1950	1				
lpa	0,0019	-0,2165	0,2645	0,0290	-0,1013	-0,2324	-0,2205	-0,1772	0,8962	1			
vpla	-0,0629	-0,2101	0,2577	0,0412	-0,0379	-0,1999	-0,1902	-0,1687	0,9427	0,9474	1		
payout	0,1526	0,0280	0,0988	0,0840	-0,4217	-0,1847	0,1441	-0,0277	0,0024	-0,0290	-0,0259	1	
varpl	-0,0718	0,4099	-0,1422	0,0208	0,2065	0,0916	0,1608	0,2571	-0,1327	-0,1208	-0,1200	-0,5585	1
varrl	0,0985	0,4289	-0,3196	-0,3595	-0,0787	0,3832	-0,2560	0,2531	-0,2031	-0,1708	-0,1702	0,0289	-0,0333
hhie	-0,0451	0,5325	-0,2978	-0,3456	-0,1308	0,2764	-0,3664	-0,0901	-0,1426	-0,1291	-0,1171	0,0233	-0,0102

	varrl	hhie
varrl	1	
hhie	0,6038	1

Fonte: Dados da Pesquisa

A variável dependente não apresentou correlações estatisticamente significativas com as variáveis explicativas. Considerando somente as variáveis explicativas, o par Lc e lg; lpa e dpa, vpa e dpa e entre vpa e lpa apresentaram forte correlação. Segundo Hair Jr. et al. (2010), a forte correlação entre variáveis explicativas (valores acima de 0,7) é indício de multicolinearidade. Sendo que as demais correlações podem ser classificadas como: moderadas e diretas entre o pmre e ebit, pmpc e pmre, pmrv e lc, varpl e ebit, varl e ebit, varrl e pmpc, hhie e ebit e entre o hhie e o varrl, e a existência de correlações moderadas e inversas entre as variáveis lg e ebit, pmpc e lg, pmpc e lc, payout e pmre, varrl e lg, varrl e lc, hhie e lc, hhie e pmrv e as demais correlações entre as variáveis explicativas do modelo consideradas fracas.

4.3 Dados em Painel Curto

Nesta seção serão apresentados os resultados obtidos pelos modelos de regressão Modelo Empilhados (Pooled) dos Mínimos Quadrados, Modelo dos Efeitos Fixos e Modelo dos Efeitos aleatórios. Como a amostra, neste estudo, oferece dados de 17 empresas em 10 anos, o painel pode ser considerado curto ($T < N$). e buscou atender aos pressupostos do modelo dados em painel para obtenção do modelo final conforme apresentado no Quadro 4.

Quadro 4 Pressupostos do Modelo Dados em Painel

Pressupostos do modelo Dados em Painel	
Teste de Chow	H0 = <i>Pooled</i> Ha = Efeitos Fixos
Teste de Breusch-Pagan	H0 = Pooled Ha = Efeitos Aleatórios
Teste de Hausman	H0 = Efeitos Aleatórios Ha = Efeitos Fixos
Teste Wooldridge	H0 = Não há autocorrelação Ha = Há autocorrelação
Teste <i>Likelihood</i>	H0 = homocedasticidade Ha = heterocedasticidade
Estimação de Modelo Robusto GLS	

Fonte: Dados da Pesquisa

Inicialmente foi estimado o modelo *Pooled*, considerado modelo de coeficientes constantes (ou também denominado de *pooled regression*) pressupõe que tanto o intercepto quanto as inclinações são os mesmos, independentemente da unidade amostrada. Dessa forma, foi estimado o seguinte modelo de efeito *Pooled*:

$$\begin{aligned}
 roic = & 0,0007 + 0,6554 \textit{ ebit} + 0,5270 \textit{ lg} - 0,2232 \textit{ lc} - 0,1300 \textit{ pmre} + 0,1726 \textit{ pmpc} + \\
 & 0,0019 \textit{ pmrv} - 0,3792 \textit{ cdg} + 0,1501 \textit{ dpa} + 0,6591 \textit{ lpa} - 0,7960 \textit{ vpa} + 0,0405 \textit{ payout} - \\
 & 0,3135 \textit{ varpl} + 0,2920 \textit{ varrl} - 0,6636 \textit{ hhie}
 \end{aligned} \tag{22}$$

onde $roic$ = variável dependente, explicada, de resposta.

Sendo que:

$\beta_1 = 0,0007$ é o intercepto de y , corresponde a constante, ou seja, o lugar onde a linha intercepta o eixo y ;

β_{ki} = são os coeficientes angulares das variáveis independentes, corresponde aos parâmetros de inclinação da relação entre y e x , ou seja, mede o efeito de x sobre y ;

x = variáveis independentes, explicativas.

A variável de principal interesse nesse modelo é o roic proxy da vantagem competitiva porque o modelo busca captar a capacidade dos índices adotados nesta pesquisa representados pelas variáveis independentes para explicar a vantagem competitiva das empresas. No Modelo de efeito *Pooled* as variáveis ebit, lg, lpa, vpa e hhie apresentaram Valor P menor que o nível de significância de 0,05, dessa forma a hipótese nula do teste t de $\beta = 0$ não foi aceita e conclui-se que essas variáveis são estatisticamente significantes para explicar a vantagem competitiva da empresa representada pela Proxy roic. Os demais parâmetros são estatisticamente iguais a zero, ou seja, os demais indicadores não foram estatisticamente significantes, ou melhor, não conseguem explicar o comportamento da vantagem competitiva da organização.

Cabe destacar que a variável “ebit” tem o coeficiente positivo (0,6554), demonstrando que um aumento de um real tende a aumentar o retorno sobre o ativo em R\$ 0,65. Assim quanto o Lucro antes do juros e imposto de renda for elevado maior será a expectativa de o retorno sobre o ativo (criação de valor). Da mesma forma a variável “lg” representa o mesmo impacto positivamente sobre a variável dependente “y” porém, com um valor menor de 0,5270 isto indica que um aumento de um real da liquidez geral da empresa, em média, tende a aumentar o retorno sobre o ativo em R\$ 0,53. O “lpa” exerce influência positiva sobre o desempenho da empresa, o acréscimo de um real no lucro por ação favorece o aumento de 0,6591 no desempenho da empresa. Quanto maior o lucro por ação maior tende a ser o retorno sobre o ativo. Já a variável “vpa” representa impacto negativo sobre a variável dependente “y” porém, com um valor superior de -0,7960 isto indica que um aumento de um real do valor da empresa por ação, em média, tende a diminuir o retorno sobre o ativo em R\$ 0,80. Analisando o índice de *Herfindahl* percebe que o Valor P é menor que o nível de significância de 0,05 foi classificado como estaticamente significativo por ser responsável de captar o nível de concentração das firmas no setor de comércio o que é importante para conhecer as características do setor.

O modelo de efeitos fixos é adequado a situações em que o intercepto de cada unidade pode estar correlacionado com um ou mais regressores. Dessa forma, foi estimado o seguinte modelo de efeitos fixos robusto:

$$\begin{aligned} roic = & 0,0007 + 0,1493 \text{ ebit} + 0,9230 \text{ lg} + 0,0271 \text{ lc} - 0,0948 \text{ pmre} + 0,2072 \text{ pmpr} - \\ & 0,1838 \text{ pmrv} - 0,4578 \text{ cdg} + 0,0588 \text{ dpa} + 0,6118 \text{ lpa} - 0,6657 \text{ vpa} + 0,2944 \text{ payout} - \\ & 0,1792 \text{ varpl} + 0,0211 \text{ varrl} - 0,3612 \text{ hhie} \end{aligned} \quad (23)$$

onde roic = variável dependente, explicada, de resposta.

Sendo que:

$\beta_1 = 0,0007$ é o intercepto de y, corresponde a constante, ou seja, o lugar onde a linha intercepta o eixo y;

β_{ki} = são os coeficientes angulares das variáveis independentes, corresponde aos parâmetros de inclinação da relação entre y e x, ou seja, mede o efeito de x sobre y;

x = variáveis independentes, explicativas.

A variável de principal interesse nesse modelo é o roic proxy da vantagem competitiva porque o modelo busca captar a capacidade dos índices adotados nesta pesquisa representados pelas variáveis independentes para explicar a vantagem competitiva das empresas. No Modelo de efeito Fixo as variáveis lpa e vpa apresentaram Valor P menor que o nível de significância de 0,05, dessa forma a hipótese nula do teste t de $\beta = 0$ não foi aceita e conclui -se que essas variáveis são estatisticamente significantes para explicar a vantagem competitiva da empresa representada pela Proxy roic. Os demais parâmetros são estatisticamente iguais a zero, ou seja, os demais indicadores não foram estatisticamente significantes, ou melhor, não conseguem explicar o comportamento da vantagem competitiva da organização.

Cabe destacar que a variável “lpa” tem o coeficiente positivo (0,6118), demonstrando que um aumento de um real tende a aumentar o retorno sobre o ativo em R\$ 0,61. Já a variável “vpa” representa impacto negativo sobre a variável dependente “y” porém, com um valor superior de -0,6657 isto indica que um aumento de um real do valor da empresa por ação, em média, tende a diminuir o retorno sobre o ativo em R\$ 0,67.

A questão de se agrupar os dados ou não surge naturalmente com o uso de dados em painel (BALTAGI, 2005). O modelo de dados agrupado é um modelo restrito, representando uma equação com os mesmos parâmetros no tempo e entre indivíduos, ou seja, constantes. Já no modelo irrestrito, tem-se a mesma equação, mas com parâmetros diferentes ao longo do tempo ou entre os indivíduos. Utilizando o teste de Chow, a questão de saber se os dados devem ser agrupados ou não é reduzida a um teste de validade, cuja hipótese nula é de que os efeitos individuais específicos (α_i) são iguais a zero.

Assim, o teste de Chow é realizado por meio de um teste F , no qual a soma dos quadrados dos resíduos restritos (*Restricted Residual Sums of Squares - RRSS*) é de um modelo *pooled* e a soma dos quadrados dos resíduos irrestritos (*Unrestricted Residual Sums of Squares - URSS*) é de um modelo de efeitos fixos ou mínimos quadrados com variáveis *dummy* (*Least Squares Dummy Variables - LSDV*). Nesse caso (BALTAGI, 2005):

$$F_0 \frac{(RRSS-URSS)/(N-1)}{URSS/(NT-N-K)} \stackrel{H_0}{\sim} F_{N-1, (T-1)-K} \quad (24)$$

onde N é o número de indivíduos, T é o período de tempo e K é o número de regressores. Assim, se a estatística do teste F for alta, o modelo restrito (*pooled*) será rejeitado. Desse modo, com o intuito de verificar a presença de heterogeneidade não observada nas estruturas analisadas, que torna o modelo *pooled* inconsistente, aplica-se o teste de Chow. A Tabela 6 apresenta o teste de *Chow* a probabilidade foi menor do que o nível de significância 0,05, o que levou à não aceitação da hipótese nula (H_0) de que todos os interceptos são iguais, ou seja, existe mais de um intercepto e, portanto, não existe a igualdade das variâncias. O modelo de efeitos fixos se mostrou mais adequado do que *Pooled*.

Tabela 6 - Teste de Chow

F(16,83) =	6,50
Prob > F =	0,00

Fonte: Dados da Pesquisa

O modelo com efeitos aleatórios é adequado a situações em que o intercepto (aleatório) de cada unidade do corte transversal não é correlacionada com os regressores (Gujarati, 2006). Dessa forma, foi estimado o seguinte modelo de efeitos aleatórios robusto:

$$\begin{aligned} roic = & 0,0007 + 0,1760 ebit + 0,1782 lg - 0,0210 lc - 0,0877 pmre + 0,2005 pmprc - \\ & 0,1448 pmrv - 0,4314 cdg + 0,0618 dpa + 0,6183 lpa - 0,6939 vpa + 0,2845 payout - \\ & 0,1766 varpl + 0,0325 varrl - 0,4455 hhie \end{aligned} \quad (25)$$

onde roic = variável dependente, explicada, de resposta.

Sendo que:

$\beta_1 = 0,0007$ é o intercepto de y, corresponde a constante, ou seja, o lugar onde a linha intercepta o eixo y;

β_{ki} = são os coeficientes angulares das variáveis independentes, corresponde aos parâmetros de inclinação da relação entre y e x, ou seja, mede o efeito de x sobre y;

x = variáveis independentes, explicativas.

A variável de principal interesse nesse modelo é o roic proxy da vantagem competitiva porque o modelo busca captar a capacidade dos índices adotados nesta pesquisa representados pelas variáveis independentes para explicar a vantagem competitiva das empresas. No Modelo de efeito Aleatórios as variáveis lpa e vpa apresentaram Valor P menor que o nível de significância de 0,05, dessa forma a hipótese nula do teste t de $\beta = 0$ não foi aceita e concluiu-se que essas variáveis são estatisticamente significantes para explicar a vantagem competitiva da empresa representada pela Proxy roic. Os demais parâmetros são estatisticamente iguais a zero, ou seja, os demais indicadores não foram estatisticamente significantes, ou melhor, não conseguem explicar o comportamento da vantagem competitiva da organização.

Cabe destacar que a variável “lpa” tem o coeficiente positivo (0,6183), demonstrando que um aumento de um real tende a aumentar o retorno sobre o ativo em R\$ 0,62. Já a variável “vpa” representa impacto negativo sobre a variável dependente “y” porém, com um valor superior de -0,6939 isto indica que um aumento de um real do valor da empresa por ação, em média, tende a diminuir o retorno sobre o ativo em R\$ 0,69. Analisando o índice de *Herfindahl* percebe que o Valor P é menor que o nível de significância de 0,05 foi classificado como

estaticamente significativo por ser responsável de captar o nível de concentração das firmas no setor de comércio o que é importante para conhecer as características do setor.

A fim de testar se o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado que o modelo *pooled*, propõe-se utilizar o teste de Breusch-Pagan para dados em painéis. Segundo Greene (2002) o teste do Multiplicador de Lagrange (*Lagrange Multiplier – LM*) para o modelo de efeitos aleatórios tem como base os resíduos gerados pelo método de mínimos quadrados ordinários.

As hipóteses do teste de Breusch-Pagan podem ser descritas como:

$$H_0 = \sigma_u^2 = 0$$

$$H_0 = \sigma_u^2 \neq 0$$

sendo σ_u^2 a variância da heterogeneidade aleatória específica

Sob a hipótese nula, LM segue uma distribuição qui-quadrado com um grau de liberdade.

Caso a estatística do teste de LM ultrapasse o valor crítico, conclui-se que o modelo de regressão clássico com um único termo constante é impróprio para os dados. Ou seja, rejeita-se a hipótese nula do modelo *pooled* em favor do modelo de efeitos aleatórios (GREENE, 2002).

No teste de Breusch-Pagan mostrado na Tabela 7 a probabilidade foi menor do que o nível de significância 0,05, o que levou à não aceitação da hipótese nula (H_0) de que não existe o erro composto, ou seja, por meio da heterocedasticidade dos resíduos, foi identificada a presença do erro composto. O modelo de efeitos aleatórios se mostrou mais adequado do que *Pooled*.

Tabela 7 - Teste de Breusch Pagan

Chibar2 (01)	=	6,50
Prob > chibar2	=	0,00

Fonte: Dados da Pesquisa

Caso seja confirmada a presença de heterogeneidade não observada, o próximo passo consiste em determinar se os efeitos individuais não observados (α_i) estão ou não correlacionados com as variáveis explicativas do modelo, ou seja, se são efeitos fixos (*Fixed Effects - FE*) ou

efeitos aleatórios (*Random Effects - RE*). Assim, para verificar tal característica do modelo, propõe-se aplicar o teste de Hausman.

Do ponto de vista prático, a abordagem de variáveis *dummy* é considerada dispendiosa em termos de graus de liberdade. Por outro lado, a abordagem de efeitos fixos possui uma força considerável, pois há pouca justificativa para tratar os efeitos individuais como não correlacionados com os regressores, como é assumido no modelo de efeitos aleatórios. Portanto, o uso do modelo de efeitos aleatórios pode sofrer de inconsistência devido a esta correlação entre os regressores e o efeito aleatório (GREENE, 2002).

O teste de Hausman é usado para verificar a ortogonalidade dos efeitos aleatórios e dos regressores. O teste é baseado na ideia de que sob a hipótese de ausência de correlação entre os regressores e o efeito individual não observado, tanto o modelo de efeitos fixos quanto o modelo de efeitos aleatórios são consistentes, mas o modelo de efeitos fixos não é eficiente. No entanto, se houver correlação o estimador de efeitos aleatórios não é consistente (GREENE, 2002).

De acordo com Johnston e Dinardo (1997, p.404), as diferentes propriedades dos estimadores de efeitos fixos e efeitos aleatórios configura um caso típico do teste de Hausman, definido como:

$$H = (\hat{B}_{RE} - \hat{B}_{FE})' - (\Sigma_{FE} - \Sigma_{RE})^{-1} (\hat{B}_{RE} - \hat{B}_{FE}) \quad (26)$$

A estatística do teste é distribuída assintoticamente como uma X^2 com K graus de liberdade sobre a hipótese nula de que o estimador de efeitos aleatórios está correto e na hipótese alternativa o estimador de efeitos fixos está correto. Sendo \hat{B}_{RE} o vetor de estimativas de efeitos aleatórios, \hat{B}_{FE} o vetor de estimativas de efeitos fixos, Σ_{FE} é a matriz de variâncias-covariâncias dos estimadores de efeitos fixos e Σ_{RE} é a matriz de variâncias-covariâncias dos estimadores de efeitos aleatórios (JOHNSTON; DINARDO, 1997).

Como tanto o modelo de efeitos fixos quanto o de efeitos aleatórios prevaleceram em relação à *Pooled*, observando o teste de *Hausman* na Tabela 8 mostra que a probabilidade foi maior do que o nível de significância 0,05, o que levou à aceitação da hipótese nula (H_0) de que o estimador de efeitos aleatórios é consistente. Dessa forma o modelo de efeitos aleatórios se mostrou mais ajustado.

Tabela 8 - Teste de *Hausman*

$$\begin{aligned} \text{Chi2}(14) &= (b-B)' [(V_b - V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 1,47 \\ \text{Prob} > \text{Chi2} &= 1,00 \end{aligned}$$

Fonte: Dados da Pesquisa

De acordo com o teste de *Wooldridge*, a especificação do modelo de painel apresenta o problema de correlação serial nos resíduos da regressão, sendo necessário, portanto, estimação em primeira diferença. A Tabela 9 apresenta o Valor-P menor que o nível de significância de 0,05, não aceita H_0 , ou seja, há problemas de autocorrelação.

Tabela 9 - Teste de *Wooldridge*

$$\begin{aligned} F(1, 11) &= 13,545 \\ \text{Prob} > F &= 0,0036 \end{aligned}$$

Fonte: Dados da Pesquisa

O problema de heterocedasticidade foi avaliado por meio do teste *Likelihood* no modelo *xtgls* para efeitos aleatórios. A Tabela 10 apresenta o Valor-P menor que o nível de significância de 0,05 neste caso não aceita a hipótese nula e o modelo apresentou problema de heterocedasticidade.

Tabela 10 – Teste de *Likelihood*

$$\begin{aligned} \text{Wald Chi2}(14) &= 49.59 \\ \text{Prob} > \text{Chi2} &= 0,0000 \end{aligned}$$

Fonte: Dados da Pesquisa

O Modelo apresentou problema de heterocedasticidade e autocorrelação e problema foi corrigido. A Tabela 11 apresenta os resultados do modelo final, e obteve o seguinte modelo final:

$$roic = -0,0019 + 0,2203 ebit + 0,2547 lg - 0,0564 lc - 0,0930 pmre + 0,2035 pmprc - 0,1069 pmrv - 0,4147 cdg + 0,0721 dpa + 0,6295 lpa - 0,7230 vpa + 0,2714 payout - 0,1755 varpl + 0,0455 varrl - 0,4475 hhie \quad (27)$$

A variável de principal interesse nesse modelo é o roic proxy da vantagem competitiva porque o modelo busca captar a capacidade dos índices adotados nesta pesquisa representados pelas variáveis independentes para explicar a vantagem competitiva das empresas. No Modelo Final as variáveis cdg, lpa, vpa e hhie a um nível de significância de 5% apresentaram poder de explicação do desempenho operacional da empresas conforme apresentado pela Tabela 10. As possíveis explicações dos resultados dos sinais apresentados por essas variáveis seriam:

- o sinal negativo da variável cdg, que reflete a os recursos exigidos por uma empresa para financiar suas necessidades operacionais, pode sinalizar que existe recursos de curto prazo financiando ativos não circulantes, apresentando sinal contrário ao esperado conforme apresentado no Quadro 1.
- a interpretação do sinal da variável lpa que é o mesmo do sinal positivo esperado, sinaliza o ganho potencial e não o efetivo de cada ação;
- o sinal negativo da variável vpa, que representa quanto vale cada ação em termos de patrimônio líquido. Pode indicar que a capacidade de geração de lucro e dividendos da empresa esta reduzida,

Cabe ressaltar que o índice de *Herfindahl* não tem sinal negativo porque varia num intervalo entre zero e um. A interpretação do sinal negativo da variável hhie que coincide com o sinal esperado, pode sinalizar um número elevado de empresas no setor, ou seja, um mercado bastante pulverizado.

Tabela 11 – Modelo Final

roic	Coef.	Std.Err.	z	P> z	[95%	Conf.Interval]
ebit	0,2203304	0,1434928	1,54	0,125	-0,0609103	0,5015711
lg	0,2547222	0,206153	1,24	0,217	-0,1493303	0,6587747
lc	-0,0564401	0,2183976	-0,26	0,796	-0,4844915	0,3716113
pmre	-0,0930295	0,1953703	-0,48	0,634	-0,04759483	0,2898892
pmpc	0,2034586	0,1501334	1,36	0,175	-0,0907973	0,4977146
pmrv	-0,1069282	0,13009189	-0,82	0,414	-0,03635244	0,149668
cdg	-0,4146842	0,1970937	-2,10	0,035	-0,08009809	-0,0283876
dpa	0,0721126	0,2755565	0,26	0,794	-0,4679683	0,6121935
lpa	0,6294798	0,2985709	2,11	0,035	0,0442916	1,214668
vpa	-0,7229505	0,3127407	-2,31	0,021	-1,335911	-0,1099901
payout	0,2714352	0,2380603	1,14	0,254	-0,1951544	0,7380248
varpl	-0,1754984	0,1801073	-0,97	0,330	-0,5285023	0,1775054
varrl	0,0455261	0,1721047	0,26	0,791	-0,2917929	0,382845
hhie	-0,4475916	0,2266303	-1,97	0,048	-0,8917787	-0,0034044
_cons	-0,0018456	0,403843	-0,05	0,964	-0,0809974	0,0773062

Fonte: Dados da Pesquisa

É importante salientar a estabilidade estrutural do modelo que se mantém ao longo do tempo, em que se obtêm informações de suas variáveis. Entende-se que a forma funcional adotada possui uma boa capacidade preditiva. O intercepto de 0,0018456 indica que quando os indicadores for igual a zero significa que a empresa terá uma destruição de valor esperado de R\$ 0,0018456.

A variável *cdg*, *lpa*, *vpa* e *hhie* apresentaram Valor P menor que o nível de significância de 0,05, dessa forma a hipótese nula do teste t de $\beta = 0$ não foi aceita e conclui -se que essas variáveis são estatisticamente significantes para explicar a vantagem competitiva das empresas do setor do comércio, ou seja, exerce influência no desempenho da empresa. Os demais parâmetros são estatisticamente iguais a zero, ou seja, os demais indicadores operacionais não foram estatisticamente significantes, ou melhor, não conseguem explicar o comportamento da vantagem competitiva da organização.

Cabe destacar que a variável “*cdg*” tem o coeficiente negativo (-0,4147), demonstrando que um aumento de um real tende a reduzir o retorno sobre o ativo em R\$ 0,05. Assim quanto o capital de giro for elevado menor será a expectativa de o retorno sobre o ativo (criação de valor). Da mesma forma a variável “*vpa*” representa o mesmo impacto negativamente sobre a

variável dependente “y” porém, com um valor superior de -0,7229505 isto indica que um aumento de um real do valor da empresa por ação, em média, tende a diminuir o retorno sobre o ativo em R\$ 0,72. O “lpa” exerce influência positiva sobre a vantagem competitiva da empresa, o acréscimo de um real no lucro por ação favorece o aumento de 0,6294798 no desempenho da empresa. Quanto maior o lucro por ação maior o retorno sobre o ativo.

Analisando o resultado do modelo Final com o modelo de efeitos aleatórios robusto percebe-se que os parâmetros estaticamente significativos são das variáveis lpa, vpa e hhie, porém o modelo final demonstrou ser mais adequado porque além dessas variáveis inclui a variável cdg para explicar a vantagem competitiva da empresa. E de modo geral os valores dos parâmetros das variáveis tiveram alterações conforme pode ser percebido comparando a equação 27 e 25.

Já o índice de *Herfindahl* apesar de apresentar o Valor P igual ao nível de significância de 0,05 foi classificado como estaticamente significativo por ser responsável de captar o nível de concentração das firmas no setor de comércio o que é importante para conhecer as características do setor. A média do Índice de *Herfindahl* para o setor do comércio foi zero. A Tabela 12 apresenta a média anual do Índice de *Herfindahl* para as empresas que apresentaram valores acima de zero, ou melhor, acima da média do setor.

Tabela 12 – Média Anual do Índice de *Herfindahl*

id	Ano	Nome da empresa	HHie
13	2006	Lojas Americanas S.A	0,010
13	2007	Lojas Americanas S.A	0,010
13	2008	Lojas Americanas S.A	0,011
13	2009	Lojas Americanas S.A	0,011
13	2010	Lojas Americanas S.A	0,009
13	2011	Lojas Americanas S.A	0,010
13	2012	Lojas Americanas S.A	0,010
17	2012	Magazine Luíza	0,009
13	2013	Lojas Americanas S.A	0,006
13	2014	Lojas Americanas S.A	0,007

Continua...

Tabela 12 – Média Anual do Índice de *Herfindahl*

			Continuação
id	Ano	Nome da empresa	HHie
17	2014	Magazine Luíza	0,008
21	2014	Cia Bras e Dist. - P. Açúcar	0,044
13	2015	Lojas Americanas S.A	0,009
17	2015	Magazine Luíza	0,007
21	2015	Cia Bras e Dist. - P. Açúcar	0,047
13	2016	Lojas Americanas S.A	0,009
21	2016	Cia Bras e Dist. - P. Açúcar	0,053

Fonte: Dados da Pesquisa

A Tabela 13 apresenta a posição das empresas conforme resultado obtido do cálculo do índice de *Herfindahl* que ficaram acima da média do setor. Mas mesmo assim o índice *Herfindahl* das empresas ficou no intervalo abaixo de 0,2 demonstrando concorrência perfeita quando a concorrência por preço for intensa e disputa monopolista, quando o mercado for feroz ou suave, dependente da diferenciação por produto.

Tabela 13 – Posicionamento das empresas

id	Ano	Nome da empresa	HHie	Posição
13	2008	Lojas Americanas S.A	0,011	1
13	2009	Lojas Americanas S.A	0,011	1
13	2012	Lojas Americanas S.A	0,010	1
13	2011	Lojas Americanas S.A	0,010	1
13	2007	Lojas Americanas S.A	0,010	1
13	2006	Lojas Americanas S.A	0,010	1
13	2010	Lojas Americanas S.A	0,009	1
21	2015	Cia Bras e Dist. - P. Açúcar	0,047	1
21	2016	Cia Bras e Dist. - P. Açúcar	0,053	1
21	2014	Cia Bras e Dist. - P. Açúcar	0,044	1
13	2013	Lojas Americanas S.A	0,006	1
13	2015	Lojas Americanas S.A	0,009	2
13	2016	Lojas Americanas S.A	0,009	2
13	2014	Lojas Americanas S.A	0,007	2
17	2012	Magazine Luíza	0,009	2
17	2014	Magazine Luíza	0,008	3
17	2015	Magazine Luíza	0,007	3

Fonte: Dados da Pesquisa

Vale destacar que as demais empresas da amostra que tiveram o valor de índice *Herfindahl* na média do setor do comércio igual a zero não aparecem na tabela 13, mas todas as 17 empresas da amostra participaram anualmente para obtenção dos valores médio de índice *Herfindahl*. Por exemplo na Tabela 13 aparece uma única empresa em cada ano indicando que as demais no

mesmo ano tiveram índice de *Herfindal* igual a zero. Ou seja em cada ano em que foi analisado o índice de *Herfindal* há mais de uma empresa da amostra o que possibilita fazer a comparação dos índices entre as empresas do setor de comércio.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A perspectiva dos empreendedores é obter retornos positivos sobre seus investimentos. Para orientá-los, conforme discutido neste trabalho existe técnicas de análise que fornecem medidas do desempenho econômico-financeiro das empresas. Inserido nessa temática, este estudo teve como objetivo identificar se os indicadores adotados nesta pesquisa explicam a vantagem competitiva das firmas do setor do comércio, utilizando métricas contidas na estrutura das demonstrações contábeis, verificando o efeito moderador das características do setor em que a firma se insere. Para realização deste estudo foi utilizada uma amostra composta por empresas brasileiras de capital aberto com ações ordinárias negociadas na BM&F Bovespa, no setor do comércio de 2006 a 2016, sendo os dados anuais. Uma das restrições apresentadas por esta pesquisa foi à exclusão das empresas do período em que apresentaram dados faltantes, mas se em outro ano ela apresentou todos os dados permanecia na amostra no respectivo ano. Do universo amostral de vinte e oito empresas somente dezessete fizeram parte da amostra, que caracteriza uma amostra pequena. O fato do período analisado (T) de 10 anos é menor que a quantidade de empresas (N) que faz parte da amostra. Optou-se por dados em painel desbalanceado e devido à característica de $T < N$ foi utilizado dados em painel curto, através do programa estatísticos Stata©.

Os objetivos da pesquisa foram alcançados ao possibilitar com o modelo de dados em Painel juntamente com a teoria contingencial e o conceito de vantagem competitiva adotado para este estudo, como criação de valor adicional aos concorrentes em um determinado intervalo de tempo, sendo o valor criado expresso pelo resíduo do custo de oportunidade subtraído disposição a pagar (BRITO e BRITO), 2011 representou a parte do valor criado apropriado pela empresa que fica no intervalo entre custo e preço. No qual o *roic proxy* da vantagem competitiva através do Modelo final de dados em painel foi possível responder aos objetivos dessa pesquisa.

Os achados da pesquisa estão em identificar quatro variáveis que exercem influência significativa sobre a variável dependente (*roic*): capital de giro, Lucro por ação, valor patrimonial por ação são variáveis internas a empresa e o índice de *herfindahl* é uma variável externa a empresa, mas que também exerce influência sobre a vantagem competitiva da empresa. Outro achado é a forma como essa influência é exercida visto que a variável “*cdg*”

tem o coeficiente negativo (-0,4147), demonstrando que um aumento de um real tende a reduzir o retorno sobre o ativo em R\$ 0,05. Assim quanto o capital de giro for elevado menor será a expectativa de o retorno sobre o ativo (criação de valor). Da mesma forma a variável “vpa” representa o mesmo impacto negativamente sobre a variável dependente “y” porém, com um valor superior de -0,7229505 isto indica que um aumento de um real do valor da empresa por ação, em média, tende a diminuir o retorno sobre o ativo em R\$ 0,72. O “lpa” exerce influência positiva sobre a vantagem competitiva da empresa, o acréscimo de um real no lucro por ação favorece o aumento de 0,6294798 no desempenho da empresa. Quanto maior o lucro por ação maior o retorno sobre o ativo.

Analisando o resultado do modelo Final com o modelo de efeitos aleatórios robusto percebe-se que os parâmetros estaticamente significativos são das variáveis lpa, vpa e hhie, porém o modelo final demonstrou ser mais adequado porque além dessas variáveis inclui a variável cdg para explicar a vantagem competitiva da empresa E por meio do cálculo da média do índice de Herfindahl na amostra antes da padronização dos dados obteve média do setor de comércio igual a zero. E de acordo com Louzada (2010) caracteriza um número elevado de empresas no setor, ou seja, um mercado bastante pulverizado. E o índice de Herfindahl tanto das empresas como do setor ficou abaixo de 0.2 identificando concorrência perfeita quando a concorrência por preço for intensa e disputa monopolista, quando o mercado for feroz ou suave, dependente da diferenciação por produto. Com relação aos sinais esperados para as variáveis 50% correspondeu com as expectativas. E entre as variáveis cdg, lpa, vpa e hhie que são estatisticamente significativa um houve uma assertiva de 25% dos sinais das variáveis. O que demonstra a importância da teoria como embasamentos para os achados da pesquisa.

Futuras pesquisas poderão, assim, ampliar os seus limites, agregando outras variáveis, aumentando o período analisado ou avaliando outros segmentos da empresa. A contribuição desde estudo esta em fomentar debate sobre os setores da economia brasileira por meio de métricas contábeis e variáveis externas em torno do tema vantagem competitiva.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADEGBESAN, J. A. On the origins of competitive advantage: strategic factor markets and heterogeneous resource complementarity. *Academy of Management Review*, v.34, n. 3, p. 463-475, 2009.

ADNER, R.; ZEMSKY, P. A demand-based perspective on sustainable competitive advantage. *Strategic Management Journal*, v. 27, n. 3, p. 215-239, 2006.

AFONSO, C. M. **Sustentabilidade: caminho ou utopia?** São Paulo: Annablume, 2006.

ALMEIDA, M.V; MARCONDES, R.C. A Distribuição Física Como Recurso Estratégico de Fabricantes de Bens de Consumo para a Obtenção da Vantagem Competitiva. **Revista de Administração**, v. 49, n.4, p.656-670, out./Nov./dez., 2014.

ALMEIDA, M.V; ZILBER, M.A. Operadores Logísticos como Fonte de Vantagem Competitiva: Um Estudo Exploratório Baseado na Visão de Recursos. **Revista de Administração da UNIMEP**, v.9, n.2, p. 131-152, Maio / Ago., 2011.

ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Estatística Aplicada à Administração e Economia**. Tradução José Carlos Barbosa dos Santos - ERJ. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

ANDRADE, E.G. *Crescimento sustentável: uma aplicação financeira para empresas brasileiras*. UnB - Universidade de Brasília. Brasília, 2007

ANJOS, A. dos. **Análise de Variância**. Notas de Aula, Capítulo 7, Disciplina: ce003, Curitiba, 2009. Disponível em: <http://www.est.ufpr.br/ce003/material/apostilace003.pdf> Acesso em: Jan. 2017.

ARAUJO, A. O. **Contribuição ao estudo de indicadores de desempenho de empreendimentos hoteleiros, sob o enfoque da gestão estratégica**. 2001. 160 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - : Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

ASSAF NETO, A.; SILVA, C. A. T. **Administração do capital de giro**. 3.ed. São Paulo:Atlas, 2002

ASSAF NETO, A.. **Mercado financeiro**. - 9 ed. - São Paulo: Atlas, 2010

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços: Um Enfoque Econômico-Financeiro**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of Panel Data**. 3 ed. New York: John Wiley & Sons. 2005.

BARBOSA, R.A; BATAGLIA,W. A Evolução das Correntes Explicativas da Vantagem Competitiva. **Revista Gestão e Planejamento**, v. 11, n. 2, p.192-211, jul./dez., 2010.

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

BARNEY, J., & Hesterly, W. S. (2007). **Administração estratégica e vantagem competitiva**. São Paulo: Pearson Prentice Hall.

BAZANINI, R.; FERREIRA, A.A.; FÉRIS, J.R.R.; RAVAGNANI, F.A.A. Estratégia de Segmentação de Mercado como Vantagem Competitiva: um Estudo Exploratório no Setor de Turismo. “SINGLE” A partir da Cidade de São Paulo. **PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review**, v.5, n. 1 Janeiro/Abril., 2016.

BRANDENBURGER, A. M.; STUART JR., H. W. Value-based business strategy. *Journal of Economics & Management Strategy*, v. 5, n. 1, p. 5-24, 1996.

BELLEN, H. M. V. **Indicadores de sustentabilidade: uma análise comparativa**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2005.

BESANKO, D. *et al. Economics of Strategy*. Hoboken: NJ, John Wiley & Sons, Inc., 1996.

BLYLER, M.; COFF, R. W. Dynamic capabilities, social capital, and rent appropriation: ties that split pies. *Strategic Management Journal*, v. 24, n. 7, p. 677-686, 2003.

BOWMAN, C.; AMBROSINI, V. Value creation versus value capture: towards a coherent definition of value in strategy. *British Journal of Management*, v. 11, n. 1, p. 1-15, 2000.

BREUSCH, T.; PAGAN, A. **A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation**. *Econometrica*, Menasha, v.47, p.1287–1294, 1979

BREUSCH, T. **Testing for autocorrelation in dynamic linear models**. Australian Economic Papers, 1978: 334–355.

BREUSCH, T. S.; MIZON, G. E.; SCHMIDT, P. **Efficient estimation using panel data**. *Econometrica*, v. 57, n. 3, p. 695-700, 1989.

BRITO, R.P.; BERARDI, P.C. Vantagem Competitiva na Gestão Sustentável da Cadeia de Suprimentos: Um Meta Estudo. **Revista de Administração**, v. 50, n. 2, p.155-169, abr/jun, 2010

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**, Edição Especial, p. 107-129, 2004.

BRITO, R. P. **Criação de valor, vantagem competitiva e o seu efeito no desempenho financeiro das empresas**. 2011. 157 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas)– Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011.

BRITO, R. P.; BRITO, L. A. L. Vantagem competitiva, criação de valor e seus efeitos sobre o desempenho. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 70-84, jan./fev. 2012.

BRITO, R. P.; BRITO, L. A. L. Vantagem competitiva e sua relação com o desempenho: uma abordagem baseada em valor. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 16, n. 3, p. 360-380, mai./jun. 2012.

BREALEY, Richard. A.; MYERS, Stewart. C. **Princípios de finanças empresariais**. Lisboa: Ed. Mcgraw-Hill de Portugal, 1992.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BYRNS, R.; STONE JUNIOR, G. W. **Microeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1996.

CHAN, L. L. M; SHAFFER, M. A; SNAPE, E. In search of sustained competitive advantage: the impact of organizational culture, competitive strategy and human resource management practices on firm performance. **International Journal of Human Resource Management**, v. 15, n. 1, p. 7-35, 2004.

CORRÊA, Henrique L.; CORRÊA, Carlos A. **Administração de Produção e Operações. Manufatura e Serviços: uma abordagem estratégica**. 2ª edição, São Paulo: Atlas, 2006, 692 p.

COSSERMELLI, B. C. *et al.* **A utilização de índices de liquidez e rentabilidade na análise da gestão do desenvolvimento empresarial**. UNISEPE, 2014

CHANG, C-H; DANDAPANI, K.; PRAKASH, A. J.. Current assets policies European corporations. **Management International Review**, v. 35, n. 2, p. 105-117, 1995.

CHEN, D. M.; YANG, L. An empirical test of a resources deployment portfolio (RDP) approach to business group ROE decomposition. **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**, v. 12, n. 4, p. 695-720, 2009.

CHEN, K. S.; HUANG, M. L. Performance measurement for a manufacturing system based on quality, cost and time. **International Journal of Production Research**, v. 44, n. 11, p. 2221-2243, jun. 2006.

GJERDE Ø.; KNIVSFLÅ K.; SÆTTEM. F. Evidence on competitive advantage and superior stock market performance. **Managerial and decision economics**. n. 31, p. 277- 301, dec. 2010.

GREENE, W. H. **Econometric Analysis**. 5. ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2002.

COMBS, J. G.; CROOK, T. R.; SHOOK, C. L. 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, 2005.

COTE, M. J.; LATHAM, C. K.. The merchandising ration: a comprehensive measure of working capital strategy. **Issues in Accounting Education**, v. 14, n. 2, p. 255-267, 1999

CPC_00_R1 – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Estrutura Conceitual para a Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil Financeiro**. Brasília: CPC, 2011.

CPC 26 R1 – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Apresentação das Demonstrações Contábeis**. Brasília: CPC, 2011

CROOK, T. R.; KETCHEN Jr. D. J.; COMBS, J.G.; TODD, S.Y. Strategic resources and performance: a meta-analysis. **Strategic Management Journal**, v. 29, n. 11, p. 1141- 1154, 2008.

CROISSANT, Yves.; MILLO, Giovanni. Panel Data Econometrics in R: The plm Package. *Journal of Statistical Software*, 2008.

CRUZ, C. C. M. S. **Modelos Multi-nível: Fundamentos e Aplicações**. Dissertação (Mestre em Matemática, Estatística e Computação) Universidade Aberta, Lisboa, 2010.

DE TONI, A.; TONCHIA, S. Performance measurement systems: models, characteristics and measures. **International Journal of Operations e Production Management**, Bingley, v. 21, n. 1/2, p. 46-70, 2001.

DIAS, Flávio Augusto da Silva, SGARBI , Julio Cesar. **A Importância da Gestão de Capital de Giro**. UNISALESIANO, 2011.

DOORNIK, J. A.; HANSEN, H. An omnibus test for univariate and multivariate normality. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, v. 70, p. 927–939, 2008.

DREYER, B; GRONHAUG, K. Uncertainty, flexibility, and sustained competitive advantage. **Journal of Business Research**, v. 57, n. 5, p. 484-494, 2004.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo (SP). **Anais..**São Paulo: USP 2007.

DYER, J. H.; SINGH, H. The relational view: cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage. *The Academy of Management Review*, v. 23, n. 4, p. 660-679, 1998.

IUDÍCIBUS, Sérgio; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto R. **Manual de contabilidade societária (aplicável a todas as sociedades)**.2. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

FACHINI, C. **Sustentabilidade financeira e custos de transação em uma organização de microcrédito no Brasil**. 2005. 150 f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada)–Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

FAETH, P. *Análisis económico de la sustentabilidad agrícola. Agroecología y Desarrollo*, Santiago, n.7, p.32-41, 1994.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**. v. 10, nº 1, p. 131-156. Vitória-ES, jan.-mar. 2013.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes (Org.); BELFIORE, Patrícia.; TAKAMATSU, Renata Turola.; SUZART, Janilson. **Método quantitativos com Stata: procedimentos, rotinas e análise de resultados**. 1º ed. - Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes (Org.); BELFIORE, Patrícia; SILVA, Fabiana Lopes da; CHAN, Betty Lílian. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. 4º ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009

FERNANDES, Miriane de Almeida; MEIRELES, Manuel. Justificativa e proposta de indicador de sustentabilidade financeira. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 10, n. 20, p. 75-96, maio/ago. 2013.

FERREIRA, E. C. F. **Um modelo quantitativo para o valor do cliente**. 2007. 165 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.

FIGUEIREDO, Sandra; CAGGIANO, Paulo Cesar. **Controladoria: teoria e prática**. 4. Ed. – São Paulo: Atlas, 2008

FIRER C. Driving financial performance through the du Pont identity: a strategic use of financial analysis and planning. **Financial Practice & Education**, v.9, n.1, p. 34–45. Mar. 1999

FONSECA, V.; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Conversação entre Abordagens da Estratégia em Organizações: Escolha Estratégica, Cognição e Instituição. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, art. 3, p. 51-75, Edição Especial 2010.

FREZATTI, F. **Gestão de valor na empresa: uma abordagem abrangente do valuation a partir da contabilidade gerencial**. São Paulo: Atlas, 2003.

GARTNER, I. R.; Garcia, F. G. **Criação de valor e estratégia de operações: um estudo do setor químico e petroquímico brasileiro**. *Gestão & Produção*, v.12, n.3, p. 459-468, set./dez., 2005. doi:10.1590/S0104-530X2005000300014

GENTRY, J. A. *et al.* An international study of management perceptions of the working capital process. **Journal of International Business Studies**, v. 10, p. 28-38, 1979.

GHEMAWAT, P.; RIVKIN, J. W. **Creating Competitive Advantage**. Boston: Harvard Business School, 2006. 21 p.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 2000

GOLDSZMIDT, R. G. B.; BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. O efeito país sobre o desempenho da firma: uma abordagem multinível. **Revista de Administração de Empresas**, v. 47, n. 4, p. 12-25, 2007.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011

HAIR, JOSEPH, F. **Análise multivariada de dados**. Traduzido por Adonai Schlup Sant'Anna e Anselmo Chaves Neto. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HAIR JUNIOR, J. F. *ET AL.* **Fundamentos e métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HANSEN, M. H., Hoskisson, R. E., & Barney, J. B. (2008). Competitive advantage in alliance governance: resolving the opportunism minimization–gain maximization paradox. *Managerial & Decision Economics*, 29(2/3), 191-208. doi: 10.1002/mde.1394

HAWAWINI, G.; SUBRAMANIAN, V.; VERDIN, P. 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, 2003.

HEIJ, C.; BOER, P.; FRANCES, P. H.; KLOEK, T.; DIJK, H. K. **Econometric methods with applications in business and economics**. New York: Oxford University. Press., 2004.

HENDRIKSEN, E. e VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999

HILLMAN, A. J; KEIM, G. D. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? *Strategic Management Journal*, v. 22, n. 2, p. 125-139, 2001.

HITT, M. A., HOSKISSON, R.E. and IRELANDR.D. *Management of strategy: concepts and cases*. Thomson South-Western, 2007.

HOUGH, J. R. Business segment performance redux: a multilevel approach. *Strategic Management Journal*, v. 27, p. 45–61, 2006.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços: análise da liquidez e do endividamento: análise do giro, rentabilidade e alavancagem financeira**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

JURAN, J. M. **A qualidade desde o projeto: novos passos para o planejamento da qualidade em produtos e serviços**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002

KALLÁS, D. **A moderação da concentração setorial no efeito do ambiente institucional na performance empresarial**. 2014, 187 f. Tese (doutorado) – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, São Paulo, 2014.

KARGAR, J.. Leverage impact on working capital in small business. *TMA Journal*, v. 14, n.6, p. 46-52, 1994.

KON, A. **Economia Industrial**. São Paulo: Nobel, 1994. p. 56

KÜHN, R.; GRÜNIG, R. **Grundlagen der strategischen planung**: ein integraler ansatz zurbeurteilung von strategien. 2. ed. Bern: Haupt,2000.

Kunc, M. H., & Morecroft, J. D. W. (2010). Managerial decision-making and firm performance under a resource-based paradigm. *Strategic Management Journal*, 31(11), 1164-1180. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.858>

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

LEASK, G. **Strategic Groups and The Resource Based View: Natural Complements Enhancing Our Understanding of Competitive Process**. Birmingham: Aston Business School, 2004.

LEÓN, P. **Os quatro pilares da sustentabilidade financeira**. Série Práticas para o Sucesso, v. 2. Arlington: Publicações para o Desenvolvimento de Capacidades, The Nature Conservancy, 2011. 33 p.

LEPAK, D. P.; SMITH, K. G.; TAYLOR, M. S. Value creation and value capture: a multilevel perspective. *Academy of Management Review*, v. 32, n. 1, p. 180-194, 2007.

LOPES, A. C. V.; MENEZES, E. A. Gestão financeira das cooperativas: aplicação do modelo dinâmico. *Revista Gestão Industrial*, Ponta Grossa, v. 2, n. 2, p. 136 – 145, 2006.

LOUZADA, L. C. **Relação entre vantagem competitiva e o desempenho operacional da firma a partir do uso de métricas das demonstrações contábeis**. 2015. 185 f.Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2015.

MACGAHAN, A.; PORTER, M. How much does industry matter, really? *Strategic Management Journal*, vol. 18, n. 1, p. 15-30, 1997

MACHADO, M.A.V; TEMOCHE, C.A.R; MACHADO, M.R. Determinantes da estruturade capital das pequenas e médias empresas industriais da cidade de João Pessoa/PB.In:XXVIII Encontro anual da ANPAD (ENANPAD), Curitiba, **Anais...**Curitiba: ANPAD, 2004.

MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; BRAGA, Roberto. **Análisedinâmica do capital de giro**: o modelo Fleuriet. *Revista de Administraçãode Empresas*. São Paulo: EAESP/FGV, v.35, n.3, p.49-63. Maio/Junho,1995.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços: abordagem clássica e gerencial**.7.ed. São Paulo: Atlas, 2010

MATHEWS, J. A. (2002). A resource-based view of Schumpeterian economic dynamics. *Journal of Evolutionary Economics*, 12(1), 29-54. <http://dx.doi.org/10.1007/2F978-3-7908-2720-0>.

MELO, E. S.; TAVARES, J. M. Índices de concentração industrial em Minas Gerais: uma análise setorial (2005-2007). **Reuna**, v. 14, n. 1, p. 11-27, 2009.

MINTZBERG, H ; AHLSTRAND, B.; LAMPEL. J. **Safári de Estratégia**: Estratégia: um roteiro pela selva do Planejamento Estratégico. Porto Alegre: Bookman, 2000.

MISANGYI, V. F.; ELMS H.; GRECKHAMER, T.; LEPINE, J. A. 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, Jun., 2006.

MONTEIRO, Andréa Alves Silveira. **Fluxos de Caixa e capital de giro – uma adaptação do modelo de Fleuriet**. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, ano VI, n. 20, p. 27-33, maio/jul. 2003

MOURA, H. J.; MATOS, D. M. **Dimensionamento do capital de giro**: uma abordagem financeira. In: XXVIII EnANPAD, 2003

MORROW JR, J. L. e et al.. Creating value in the face of declining performance: firm strategies and organizational recovery. **Strategic Management Journal**, v. 28, n. 3, p. 271-283, 2007

NUENTIN, A. A. **O desenvolvimento de indicadores do desempenho e da qualidade para o processo de produção**: estudo de casos do processo de produção do café. 2007. 143 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

NEWBERT, S. L. Empirical research on the resource-based view of the firm: an assessment and suggestions for future research. **Strategic Management Journal**, v. 28, n. 2, p. 121-146, 2007.

OLIVEIRA, A.M.B.; SILVA, A.S.S.; SILVA, R.N. **Análise da sustentabilidade financeira sob a ótica da gestão do capital de giro e da estrutura de capital: um estudo de caso**. In XIII Simpósio pedagógico e pesquisas em educação- SIMPEP, Bauru, 2006.

Disponível em: < http://www.simpep.feb.unesp.br/anais/anais_13/artigos/343.pdf>. Acesso em: maio. 2014.

OLIVEIRA, L. M.; PEREZ JÚNIOR, J. H.; SILVA, C. A. S. **Controladoria estratégica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

OLIVEIRA, O. V., FORTE, S. H. A. C., ARAGÃO, L. A. **Fusões e aquisições sob a perspectiva da vantagem competitiva**: o caso da Perdigão Agroindustrial S.A. RGBN, São Paulo, Vol. 9, n 24, p. 21-108, mai/ago. 2007.

OPPEDAHL, R. A. Working capital management. **South Dakota Business Review**, v. 49, n. 2, p. 1-7, 1990.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Contabilidade Gerencial**. Curitiba: IESDE, 2012.

PADOVEZE, Clóvis Luís; BENEDICTO, Gideon Carvalho de. **Análise das Demonstrações Financeiras**. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

PECI, A. A nova teoria institucional em estudos organizacionais: uma abordagem crítica. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO. 19., 2005. **Anais..** Brasília, 2005.

PENMAN, S. H. Accounting for Intangible Assets: There is also an Income statement. **A Journal of Accounting, Finance and Business Studies**, v. 45, n. 3, p. 358-371, Set, 2009.

PENMAN, S. H. Financial Forecasting, Risk and Valuation: Accounting for the Future. **A Journal of Accounting, Finance and Business Studies**, v. 46, n. 2, p. 211-228, 2010a.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

PIMENTEL, R.C.; BRAGA R. (*in memoriam*); NOVA, S.P.C.C. Interação entre rentabilidade e liquidez um estudo exploratório. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, Rio de Janeiro, v.10, n.2, p.83, 2005.

PINTO, L.J.S.; MOURA, Paola Cristina Cardoso. **Formação do Preço de Venda e Estratégias de Precificação: O Caso da Leader Magazine. VIII SEGeT – Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 2011**

PORTER, M. E. **Competitive Advantage : Creating and Sustaining Superior Performance**. New York: Free Press; Collier Macmillan, 1985.

PORTER, M. E. **What is strategy?** **Harvard Business Review**, November/December, p. 61-81, 1996.

PORTER, Michael E **Towards a dynamic theory of strategy**. **Strategic Management Journal**, Baffins Lane, v. 12, Summer Special Issue, p. 95 - 117, 1991.

PORTER, M. What is strategy? **Harvard Business Review**, Dez., 1996, p. 61-78.

POWELL, T. C. Organizational alignment as competitive advantage. **Strategic Management Journal**, v. 13, n. 2, p. 119-134, 1992

POWELL, T. C. Competitive advantage: logical and philosophical considerations. **Strategic Management Journal**, v. 22, n. 9, p. 875-888, 2001.

PRIEM, R. L. A consumer perspective on value creation. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 1, p. 219-235, 2007.

RAMOS FILHO, A.C. *Gestão de Pessoas em organizações sustentáveis*. In: ENANPAD, 20, 2008. Rio de Janeiro, RJ. **Anais do XX Enanpad**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2000.

RAUDENBUSH, S. W., BRYK A. S. **Hierarchical linear models. Applications and data analysis methods**. Second Edition. Thousand Oaks: Sage Publications, Ltd. 2002.

RAUPP, F. M; BEUREN, I. M. **Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais**. 3ª

Ed. São Paulo: Atlas, 2006.

RICHARD, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: towards methodological best practice. *Journal of Management*, 35(3), 718-804. doi: 10.1177/0149206308330560

ROCHA, Kátia; BRAGANÇA, Gabriel Fiuza de; CAMACHO, Fernando. **Remuneração de capital das distribuidoras de energia elétrica: uma análise comparativa**. IPEA, 2006a (Texto para Discussão, 1.153).

Disponível em: < http://www.ipea.gov.br/pub/td/2006/td_1153.pdf>. Acesso em: maio. 2014.

ROQUEBERT, J.; PHILIPS, R.; WESTPHAL, P. Markets vs. management: what 'drives' profitability? *Strategic Management Journal*, v.17, n. 4, p. 323-335, 1996.

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

SARDINHA, José Carlos. **Formação de preço: a arte do negócio**. 1 ed. São Paulo: Makron Books, 1995.

SCHMALENSEE, Richard. Do markets differ much?. *American Economic Review*, v.75, p. 341-351, June 1985.

SILVA, A. A. **Gestão financeira: um estudo acerca da contribuição da contabilidade na gestão do capital de giro das médias e grandes indústrias de confecções do estado do Paraná**. 2002, 163 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVA, Daniel F. A. **O Impacto do Corporate Governance na Estrutura de Capitais**. Tese de Mestrado em Finanças. Universidade do Porto. Portugal, 2009.

SILVEIRA, A. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil**. São Paulo. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004. 250p. Disponível em < <http://www.teses.usp.br>>. Acesso em: jun.. 2016.

SIMONS, R. **Performance Measurement and Control Systems for Implementing Strategy: text e cases**, Hardcover, 1999.

SINGER, J. D.; WILLET, J. B. **Applied Longitudinal Data Analysis: modeling change and event occurrence**. New York: Oxford University Press, 2003.

SOARES, Patrícia de Carvalho Diniz; FARIAS, Magno Williams de Macêdo; SOARES, Fabio Henrique de Lima. **Análise da Necessidade de Capital de Giro, Endividamento e Liquidez de uma Empresa do Ramo Sucroalcooleira: Um Estudo de Caso na Usina Coruripe S/A**. VIII Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 2011.

TANG, Y.-C.; LIOU, F.-M. Does firm performance reveal its own causes? the role of Bayesian inference. *Strategic Management Journal*, v. 31, n. 1, p. 39-57, 2010.

TÓFOLI, Irso. **Administração Financeira empresarial: uma tratativa prática**. 1 ed. Campinas: Arte Brasil Editora/Unisaesiano – Centro Universitário Católica Auxilium, 2008.

VENKATRAMAN, N., & Ramanujam, V. (1986). Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches. *Academy of Management Review*, 11(4), 801-814. doi: 10.2307/258398

VASCONCELOS, F. C.; BRITO, L.A. **Vantagem competitiva: o construto e a métrica**. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 44, n. 2, p. 51-63, abr./jun. 2004.

VIEIRA, Marcos Vilela. **Administração estratégica do capital de giro**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

XISTO, J. G. R. **Contribuição para o desenvolvimento de um modelo de sustentabilidade financeira de empresas**. 2007. 98 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Organizações)-Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

YEOH, P.-L; ROTH, K. An empirical analysis of sustained advantage in the u.s. pharmaceutical industry: impact of firm resources and capabilities. *Strategic Management Journal*, v. 20, n. 7, p. 637-653, 1999.

WRIGHT, C. **Social graces: should social factors be included in valuation models?** The Sustainable Development and Consequences for the Cost of Equity of Public Companies. Charlottesville: CFA Institute Magazine, 2006. p. 42-47.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M., **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**; tradução Rogério César de Souza, José Antônio Ferreira, revisão técnica Nelson Carneiro. São Paulo: Cengage Learning, 2008.