

Efeitos Ano, Setor, Grupo Controlador e Empresa na Performance das Organizações: Considerações Sobre os Principais Artigos Envolvendo o Tema e Sugestões Para Futuros Trabalhos.

Autoria: Adalberto Escalona Gonçalves Garcia, Oswaldo Paléo

Resumo

A identificação dos efeitos ano, setor, estratégia e grupo controlador sobre os resultados empresariais tem sido objeto de estudo por vários autores nas últimas três décadas. Apesar da significativa evolução verificada no período, sugere-se que alguns procedimentos merecem melhor atenção em futuros trabalhos sobre o tema. O presente artigo tem como objetivo estudar trabalhos de destaque envolvendo o assunto, observar os procedimentos adotados, as amostras e os períodos cobertos pelos mesmos e sugerir cuidados especiais em estudos posteriores. Entende-se que alguns dos critérios adotados e eventos extraordinários de natureza econômica ocorridos nos períodos abrangidos podem ter afetado os resultados das análises. Observa-se que alguns procedimentos são merecedores de especial atenção em estudos posteriores, como, por exemplo, a exclusão de depreciações e de itens não operacionais dos resultados das empresas, além da utilização de bases de dados compostas por empresas sujeitas a procedimentos contábeis semelhantes. Considera-se que o atual estágio de evolução dos trabalhos requer de futuros estudos procedimentos mais analíticos quanto ao nível de diversificação, porte e forma de agrupamento de empresas e corporações.

1. Introdução e objetivos

Vários autores têm se proposto a explicar a variância nos resultados empresariais, enfatizando os efeitos *market share*, ano, setor (ou indústria de atuação), grupo controlador e, também, o efeito empresa (ou a estratégia empresarial). O primeiro autor identificado a dedicar-se ao tema foi Schmalensee (1985). Outros pesquisadores de referência no assunto, considerando o cenário internacional, são Rumelt (1991), Roquebert, Phillips e Westfall (1996), e McGahan e Porter (1997 e 2002). No cenário nacional destacam-se os trabalhos de Brito e Vasconcelos (2003 e 2005) e Bandeira-de-Mello e Marcon (2006).

Com o avanço dos estudos, novas variáveis foram sendo incluídas e maior proporção da variância dos resultados empresariais conseguiu ser explicada. Enquanto Schmalensee (1985), Rumelt (1991), Roquebert, Phillips e Westfall (1996) e McGahan e Porter (1997 e 2002) trabalharam com base de dados internacionais, Brito e Vasconcelos (2003 e 2005) e Bandeira-de-Mello e Marcon (2006) trabalharam com base de dados nacionais (brasileiras). A maioria dos autores trabalhou com uma única variável dependente justificando o desempenho empresarial. Já Bandeira-de-Mello e Marcon (2006) mensuraram o desempenho das organizações de forma multivariada. Defenderam seu posicionamento justificando que as características do ambiente brasileiro afetam distintamente os resultados empresariais e que, como consequência, mais de uma métrica seria necessária para identificar a variância nos resultados.

Assim, os trabalhos apresentam diferenças em relação às métricas utilizadas para mensurar o desempenho, em relação às variáveis consideradas no estudo, ao período de abrangência, aos setores considerados, à parcela da variância explicada (e, conseqüentemente, da variância não explicada), em relação à forma adotada para o estudo (transversal ou longitudinal), etc. O presente trabalho pretende estudar artigos de destaque sobre o tema, relatar as técnicas estatísticas utilizadas, apurar a variância explicada (e a não explicada), descrever os componentes incluídos na análise, apresentar as métricas utilizadas para apurar a

performance, descrever o tamanho das amostras, os setores incluídos na análise e o período coberto pelo estudo, além de sugerir limitações e oportunidades para trabalhos complementares envolvendo o tema. Empregou-se como método a análise de conteúdo (FRANCO, 2007)

2. Motivações do interesse sobre o tema

A concorrência intensa faz com que as organizações busquem alternativas para superar os demais competidores e, assim, se manterem de forma sustentável a longo prazo. A busca das razões para o sucesso e o fracasso organizacional é uma das questões que mais desperta interesse em estratégia. Neste sentido Edward S. Mason, economista de Harvard, afirmou em 1939 que a estrutura de um setor é determinante para a conduta de clientes e fornecedores, influenciando, desta forma, a lucratividade do mesmo. Ainda no campo econômico, Joe Bain (1950), também economista de Harvard, desenvolveu estudos procurando descobrir relações entre estrutura setorial e desempenho organizacional. Tais estudos deram origem a um campo da economia que ficou conhecido como Organização Industrial (OI), o qual preocupava-se com as razões pelas quais alguns setores eram mais lucrativos do que outros. Um dos mais conhecidos pesquisadores vinculado ao assunto é Porter. Sua publicação de 1980, denominada *Competitive Strategy*, apresenta o modelo das cinco forças e sugere que estas forças moldam a estrutura de um setor e, por conseqüência, ditam a lucratividade do mesmo (PORTER, 1980; GHEMAWAT, 2007).

Com abordagem diferente, mais preocupados com o que acontecia dentro das organizações, outros pesquisadores voltaram seus estudos para os recursos organizacionais. Para tais estudiosos seriam os recursos raros, valiosos e difíceis de imitar que proporcionariam vantagem competitiva sustentável para as organizações. Esta escola ficou conhecida como *Resource Based View - RBV*. Dentre seus principais expoentes estão Penrose (1995), Wernerfelt (1984) e Barney (2001).

Estas duas abordagens estratégicas proporcionavam diferentes oportunidades para moldar a estratégia empresarial. Em determinados momentos a estratégia capaz de proporcionar vantagem competitiva deveria ser entendida a partir de uma visão externa, mediante o estudo e a compreensão do macroambiente e da indústria de atuação (ou setor). Em outros, a fonte do desempenho superior estava na identificação e na melhor gestão do conjunto ideal de recursos organizacionais. Diante de diferentes abordagens teóricas questionamentos começam a surgir. O que, efetivamente, é determinante para o sucesso empresarial (entendendo sucesso como desempenho superior de longo prazo)? Os recursos internos são mais importantes ou o determinante é o setor de atuação? A busca de respostas a questionamentos como estes deu origem, acredita-se, a uma série de trabalhos empíricos, a maioria deles desenvolvido com bases de dados americanas, visando identificar os fatores determinantes da performance e os efeitos de cada um destes fatores sobre o desempenho das organizações.

3. Artigos de destaque que tratam do assunto

Durante a pesquisa realizada foram encontrados vários autores tratando sobre o assunto. Decidiu-se por aqueles trabalhos considerados mais importantes, quer seja pelo seu pioneirismo (Schmalensee – 1985 - foi identificado como o pioneiro) e/ou relevância das descobertas, quer seja pela frequência com que os referidos estudos são citados. Assim, integraram o presente trabalho os autores Schmalensee (1985), Rumelt (1991), Roquebert, Phillips e Westfall (1996), McGahan e Porter (1997 e 2002), Claver, Molina e Tarí (2002), Brito e Vasconcelos (2003 e 2005) e Bandeira-de-Mello e Marcon (2006).

À medida que novos trabalhos eram desenvolvidos, algumas fragilidades dos estudos anteriores iam sendo superadas. A cada nova publicação, novas variáveis passavam a ser incluídas nos modelos propostos e maior proporção da variância dos resultados era explicada. Abaixo serão apresentados detalhes sobre os principais trabalhos publicados sobre o tema.

3.1 - Schmalensee (1985)

Foi o pioneiro no assunto. Seu trabalho teve como objetivo analisar a variância no desempenho empresarial usando a base de dados do *Federal Trade Commission – FTC*. O estudo foi *cross sectional*, cobrindo apenas o ano de 1975. A amostra contou com 456 organizações pertencentes a 242 ramos de atividade o que possibilitou 1.775 observações. O indicador de desempenho utilizado foi o *ROA – Return on Assets*. Trata-se de um indicador univariado que leva em consideração o lucro operacional e o montante de investimentos em ativos realizados pela organização. O estudo se propunha a identificar a importância do efeito empresa, do efeito mercado e do efeito participação de mercado (*market share*) na lucratividade das empresas. Os dados foram analisados com base em técnicas de análise de variância e de componentes da variância. As principais descobertas de Schmalensee (1985) foram: a) o setor de atuação tem influência significativa nos resultados organizacionais, explicando 19,6% da variância total apurada; b) a participação de mercado (*market share*) não tem influência significativa dos resultados empresariais, explicando apenas 0,6% da variância apurada. O modelo aplicado não conseguiu explicar 79,8% da variância dos resultados (SCHMALENSEE, 1985).

A principal virtude do referido modelo decorre do seu pioneirismo. Após o trabalho desenvolvido por Schmalensee (1985), diversos pesquisadores se interessaram pelo assunto. O referido autor evidenciou que o setor de atuação explicava, na amostra trabalhada, 19,6% da variância total nos resultados. Cabe destacar que, na época, estavam em evidência os estudos sobre a Organização Industrial os quais, em termos teóricos, defendiam a idéia de que a estrutura da indústria de atuação moldava a conduta das empresas e, por conseqüência, o seu desempenho. Acredita-se que o principal expoente no assunto tenha sido Porter (1980) o qual destacava que a estrutura do setor (ou da indústria de atuação) era determinante para a lucratividade das empresas. As origens, entretanto, da escola da Organização Industrial são anteriores a Porter (GHEMAWAT, 2007).

As limitações do referido estudo dizem respeito: a) ao período analisado – apenas um ano. Observa-se que a consideração de uma série histórica estreita desconsidera os efeitos de uma possível atipicidade do período estudado, sendo este um elemento negativamente influenciador na determinação da variância; b) a amostra – a mesma sofre as conseqüências do pequeno período de tempo estudado, fato que influenciou significativamente no pequeno número de observações (apenas 1.775); c) o indicador de desempenho utilizado merece críticas por tratar-se de indicador univariado e por levar em consideração apenas o resultado operacional antes dos impostos (desconsidera resultados não operacionais e os próprios impostos incidentes sobre o lucro).

3.2 - Rumelt (1991)

Ao realizar um estudo longitudinal, o autor examinou o período de 1974 a 1977 – 4 anos, Rumelt (1991) atacou a principal fragilidade do estudo de Schmalensee (1985). Utilizando a mesma amostra, porém para um período maior, Rumelt (1991) obteve 6.932 observações. Os dados foram analisados mediante o uso de duas técnicas: componentes da variância e *Nested ANOVA*. Os procedimentos estatísticos, portanto, foram significativamente mais robustos. O indicador de desempenho utilizado também foi

univariado (*ROA – Return on Assets*). Rumelt (1991) argumentou que no trabalho de Schmalensee (1985) o efeito indústria (ou setor) não havia sido desdobrado em efeitos estáveis e transientes, tendo em vista que o período então estudado foi de apenas um ano. Outro aspecto que desagradava Rumelt (1991) dizia respeito à parcela da variância não explicada (quase 80%). Assim seus objetivos envolveram: a) aumentar a parcela da variância explicada pelo modelo; b) identificar efeitos estáveis e efeitos transientes da influência do setor na variância dos resultados; c) aprofundar os estudos sobre o tema.

Dentre as virtudes do modelo, destaca-se o fato de que um maior número de observações para cada empresa estudada (quatro observações) permitiu ao autor isolar a parcela da variância associada à unidade de negócios de uma forma direta, sem relacionar com outras variáveis como, por exemplo, a participação de mercado. Outro aspecto importante diz respeito a separação da influência do setor de atuação evidenciando aspectos fixos e aspectos transientes do mesmo. Também importante foi a proporção significativamente maior da variância dos resultados que foi explicada. Enquanto Schmalensee (1985) explicou apenas 19,8%, Rumelt (1991) explicou entre 63,3% (Componentes da Variância) e 76,5% (Nested ANOVA) da variância dos resultados (RUMELT, 1991).

As principais descobertas de Rumelt (1991) foram: a) o fato de uma unidade de negócios estar associada a uma corporação (efeito corporação) não produz nenhum reflexo significativo no desempenho da unidade; b) o setor de atuação explica entre 16,2% (Componentes da Variância) e 27,7% (Nested ANOVA) da variância total dos resultados; c) o efeito setor de atuação pôde ser desdobrado em efeitos fixos e efeitos transientes, explicando, respectivamente 8,3% e 7,8% (Componentes da variância) da variância total dos resultados (o procedimento *Nested ANOVA* explicou, respectivamente 17,9% e 9,8%); d) não foi identificada influência significativa do efeito ano em nenhum dos dois procedimentos (Componentes da Variância e *Nested ANOVA*); e) o efeito empresa explicou entre 33,9% (Nested ANOVA) e 46,4% (Componentes da Variância) da variância dos resultados; f) o modelo explicou entre 63,3% (Componentes da Variância) e 76,5% (Nested ANOVA) da variância dos resultados (RUMELT, 1991).

Acredita-se que podem ser destacadas algumas limitações no referido estudo. Ao mesmo tempo em que o trabalho de Rumelt (1991) representou uma evolução em relação ao estudo anterior, o mesmo também evidenciou muitas divergências nos resultados, dependendo do procedimento estatístico aplicado. Outra observação que pode ser apresentada diz respeito ao período analisado (1974 a 1977). Apesar de ser um período maior do que o analisado por Schmalensee (1985), sabe-se que a década de 1970 foi significativamente influenciada pela crise internacional do petróleo (elevação dos preços ocorrida a partir de 1973) e por uma forte recessão na economia americana. Neste aspecto observa-se que a base de dados analisada era composta, inteiramente, por empresas americanas. No mesmo sentido, a afirmação de que o efeito corporação não produz influência significativa sobre os resultados das unidades de negócios, negando a influência das estratégias desenvolvidas pelos escritórios centrais das referidas corporações, pode ser considerada, em termos práticos, bastante surpreendente.

Outras críticas ao referido trabalho podem ser feitas quanto a inclusão de apenas empresas industriais na base de dados utilizada e quanto a utilização do *ROA (Return On Assets)* como instrumento de avaliação do desempenho. Uma base de dados composta apenas por empresas industriais levanta dúvidas sobre a aplicabilidade das descobertas (influências dos efeitos ano, setor, empresa, grupo controlador, etc) em outros setores da economia (empresas comerciais e de serviços, por exemplo). Já quanto ao indicador de desempenho (*ROA*), sabe-se que o mesmo desconsidera os resultados não operacionais, itens que podem ser significativos, principalmente em períodos de crise econômica como a vivenciada na década de 1970.

3.3 - Roquebert, Phillips e Westfall (1996)

O estudo realizado por Roquebert, Phillips e Westfall (1996) foi longitudinal e cobriu um período maior do que os estudos realizados anteriormente. Os referidos autores analisaram 7 anos, período que foi de 1985 a 1991 e utilizaram como base de dados a *COMPUSAT Business Information*. A referida base de dados incluía, na época, 746 classificações para ramos de negócio, enquanto que a base de dados da *US Federal Trade Commission – FTC* cobria cerca de 1/3 disto. No mesmo sentido, enquanto a *COMPUSAT* considerava em seus registros a existência de 3.000 corporações a *FTC* contava com menos de 500 (RUMELT, 1991; ROQUEBERT, PHILLIPS E WESTFALL, 1996). Para a análise estatística os autores utilizaram a técnica de componentes da variância com estimativas realizadas pelo método da máxima verossimilhança. O indicador de desempenho utilizado também foi univariado (*ROA – Return On Assets*)

Dentre as virtudes do modelo destacam-se a base de dados mais robusta tanto em termos quantitativos como em termos qualitativos. A referida base de dados (*COMPUSAT*) continha informações de empresas obrigadas à publicação de demonstrativos financeiros e sujeitas às normas da *SEC – Securities and Exchange Commission* - equivalente a CMV – Comissão de Valores Mobiliários no Brasil. Tal fato transmite mais confiança à base de dados já que a *SEC* edita normas e procedimentos contábeis e exerce poder fiscalizador sobre as empresas quanto ao cumprimento de tais normais. A padronização dos demonstrativos proporciona o benefício da comparabilidade, já que os resultados, os investimentos e o patrimônio das diversas empresas analisadas receberam o mesmo tratamento (ou pelo menos deveriam ter recebido) em termos de critérios de registro, classificação e avaliação. Considera-se que a adoção de procedimentos contábeis diferenciados pelas diversas empresas componentes de uma base de dados pode prejudicar seriamente o trabalho estatístico. A falta de padronização quanto aos procedimentos pode distorcer os resultados finais ao se apurar participação relativa dos efeitos ano, corporação, setor e empresa na variância da lucratividade das companhias. Como exemplo (aplicável a estudos sobre empresas brasileiras) cita-se a maxidesvalorização cambial realizada pelas autoridades brasileiras em janeiro de 1999. Naquela época a Receita Federal do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários editaram normas permitindo o diferimento dos efeitos decorrentes da maxidesvalorização da moeda. Na prática, isto significa que o lucro ou prejuízo decorrente da desvalorização da moeda nacional, o qual deveria ter sido reconhecido no mês de janeiro de 1999, pôde ser reconhecido em 5 exercícios sociais. Assim, infere-se que o diferimento afetou a participação do efeito ano na explicação da variância dos resultados no caso de trabalhos desenvolvidos tendo como base o referido período. Sugere-se que estudos brasileiros que desconsiderem tais aspectos sejam merecedores de ressalvas.

Dentre as descobertas de Roquebert, Phillips e Westfall (1996) destacam-se o peso atribuído ao efeito corporação e a variância total explicada pelo modelo. O efeito corporação explicou 17,9% da variância total dos resultados, contrariando os estudos de Rumelt (1991) os quais não atribuíram importância a tal efeito. A variância total explicada pelo modelo foi de 67,5%, a maior proporção apurada dentre os estudos desenvolvidos até então (1996). O efeito empresa (ou unidade de negócios) respondeu por 37,1% da variância dos resultados. Embora a participação relativa desta variável tenha valor diferente do encontrado por Rumelt (1991), observa-se que a mesma, também no modelo de Roquebert, Phillips e Westfall (1996) é a que mais explica a variação dos resultados empresariais.

A base de dados utilizada pelos autores considerava corporações de diversos portes, algumas controlando muitas unidades de negócios, outras controlando poucas. Como comentado anteriormente, o efeito corporação foi significativo (explicou 17,9% da variância

total dos resultados). Entretanto, os referidos autores constataram que o efeito corporação era sensível à escolha da amostra. O efeito corporação aumentava à medida que o número de unidades de negócios por corporação reduzia. Tal fato evidencia que os dados devem ser analisados com cuidado quanto ao efeito corporação, pois quanto menos unidades de negócio uma corporação dispõe mais parecida com a própria unidade de negócios a referida corporação se transforma. Esta descoberta chama a atenção para a necessidade de compor amostras com números de unidades de negócios semelhantes por corporação, sob pena de distorção dos resultados da análise. Outros estudos de natureza semelhante realizados posteriormente ratificam os cuidados necessários neste sentido (Chang e Singh, 2000).

Apesar de significativamente maior, a amostra utilizada pelos autores também era composta apenas de empresas industriais fato que, conforme observado anteriormente, levanta dúvidas sobre a aplicabilidade das descobertas para outros setores da economia. O indicador de desempenho utilizado também foi o *ROA (Return On Assets)*. Outro aspecto que merece atenção no trabalho de Roquebert, Phillips e Westfall (1996) diz respeito à diversificação das empresas que compõem a base de dados utilizada. Conforme evidenciado pelos autores, apenas metade das indústrias componentes da referida base pertenciam a corporações bastante diversificadas. Como as corporações (grupo controlador) diversificadas tendem a apresentar desempenho consolidado diferenciado em relação às não diversificadas, compensando resultados negativos em um determinado setor com resultados positivos em outros, o efeito corporação pode ter sido superdimensionado em alguns casos e subdimensionado em outros.

3.4 - McGahan e Porter (1997)

O trabalho desenvolvido por McGahan e Porter (1997) também foi suportado pela base de dados da *COMPUSAT Business Information*. O estudo foi longitudinal e cobriu o maior período até então já analisado: 14 anos (1981 a 1994). Os referidos autores incluíram na amostra empresas de diversos setores (serviços financeiros não foram considerados), atacando, desta forma, duas das fragilidades dos trabalhos até então desenvolvidos (período de análise e empresas integrantes da amostra). A técnica empregada foi a análise dos componentes da variância e *Nested ANOVA*. O indicador de desempenho utilizado foi univariado (*ROA – Return On Assets*). A análise de dados contou com 72.242 observações, o maior número de observações até então identificado, com uma média de 5.196 segmentos de negócios compondo as amostras anuais. A análise foi realizada por setor econômico, fato que possibilitou comparar os resultados apurados para o setor industrial (manufatura) com os resultados identificados anteriormente para o mesmo setor por outros autores. A análise “setor a setor” também permitiu comparar os efeitos das variáveis sendo estudadas (ano, empresa, setor, etc) em diferentes setores (hospedagem, comércio, etc). Acredita-se que a maior motivação para o estudo, como o próprio título do artigo sugere, tenha sido identificar qual a importância do efeito indústria (setor de atuação).

Dentre as descobertas realizadas por McGahan e Porter (1997) destaca-se a diferente participação relativa dos setores na explicação da variância dos resultados. Em outras palavras, os autores descobriram que a participação relativa do setor na variância dos resultados é diferente em cada ramo de atividade. O quadro 01 identifica que o efeito setor explica 64,3% da variância dos resultados no caso de empresas de hospedagem e entretenimento; já para empresas industriais (manufatura) o efeito setor responde por apenas 10,8% da variância dos resultados empresariais. Observa-se que a pequena participação do efeito setor para o caso de empresas industriais torna evidente o problema das generalizações eventualmente realizadas tendo como base os estudos precedentes. Como pode ser observado, o efeito setor é minimizado para o caso de empresas industriais (manufatureiras). Os resultados encontrados confirmaram os estudos de Schmalensee (1985) quanto à importância

do efeito setor, tendo em vista que, em termos gerais, o mesmo respondeu por 18,7% da variância dos resultados, ratificando as afirmações teóricas de Porter (1980) de que a estrutura do setor é determinante no desempenho das organizações que dele fazem parte. Diante de tais constatações observa-se que não apenas a estrutura do setor, mas também o próprio setor influencia diferentemente os resultados organizacionais.

	Todos	Agricultura e mineração	Manufatura	Transportes	Comércio atacadista e varejista	Hospedagem e entretenimento	Serviços
Efeito Setor	18,7%	29,4%	10,8%	39,5%	41,8%	64,3%	47,4%

Quadro 01 – Efeito Setor na variância dos resultados empresariais

Fonte: McGahan e Porter (1997)

3.5 - McGahan e Porter (2002)

Tendo como suporte a mesma base de dados dos estudos de 1997 (*COMPUSAT*, período 1981 a 1994) McGahan e Porter (2002) desenvolveram um novo estudo. Um dos objetivos era obter novos resultados baseados em métodos estatísticos menos restritivos do que aqueles usados nos estudos anteriores. Os autores modelaram as correlações seriais do erro e a covariância entre os efeitos, fato que permitiu reduzir significativamente as limitações a respeito da aleatoriedade dos resíduos e também quanto a independência dos efeitos. Após os ajustes de correlação serial a variância final dos resultados ficou explicada, considerando todas as empresas e todos os setores componentes das amostras, da seguinte forma: a) participação relativa do efeito ano 0,4%; b) setor de atuação 10,3%; c) grupo controlador 11,6%; d) efeito empresa 36,0%. O modelo explicou 58,3% da variância total dos resultados.

As principais descobertas do estudo são: a) o efeito empresa continua sendo mais importante do que qualquer outro; b) os resultados do estudo anterior no sentido de que as importâncias relativas das variáveis analisadas apresentam-se de forma distinta nos diferentes setores estudados são ratificados; e c) os efeitos do grupo controlador, do setor de atuação e do segmento de negócio (subdivisão do setor de atuação) estão relacionados em termos de tempo, evidenciando que desempenhos, em determinado período, diferente do desempenho médio, tendem a provocar reflexos no exercício seguinte. McGahan e Porter (2002) também confirmam no trabalho em questão, mediante o uso de técnicas estatísticas mais robustas, que o nível de diversificação do grupo controlador influencia nos resultados dos efeitos setor e empresa. Sugerem que estudos posteriores envolvendo o assunto devem considerar diferentes amostras contendo empresas muito diversificadas e pouco diversificadas, apurando, assim, adequadamente as respectivas influências.

3.6 - Claver, Molina e Tarí (2002)

Claver, Molina e Tarí (2002) realizaram estudo semelhante utilizando a base de dados *SIC – Standart Industrial Classification*. Da referida base de dados foram selecionadas 679 empresas industriais não diversificadas, exclusivamente da Espanha, as quais pertenciam a mais de 100 diferentes classificações da referida base de dados. O período estudado foi de 5 anos e foram possíveis 3.395 observações. Os autores usaram a mesma abordagem metodológica de Rumelt (1991), ou seja, a análise dos componentes da variância. O indicador de desempenho utilizado foi univariado (*ROA Return On Assets*).

Os resultados encontrados evidenciaram que o efeito firma prevalece sobre os demais, sendo destacado pelos referidos autores que os recursos da firma explicam mais de 40% da variância observada no indicador *ROA*. O modelo desenvolvido pelos autores explicou 47,9% da variância dos resultados, observando a seguinte distribuição: efeito empresa 42,7%; efeito

setor 4,8%; efeito ano 0,4%. Claver, Molina e Tarí (2002) realizaram interessante análise complementar segregando as empresas componentes da amostra em função do faturamento. Assim, de acordo com a referida variável, as empresas foram classificadas em pequeno, médio e grande porte. Os resultados continuaram indicando o efeito empresa como mais importante, mas o referido efeito evidencia-se diferente dependendo do porte das empresas estudadas. Para as empresas de grande porte o efeito empresa foi 6,0 vezes superior ao efeito indústria, para as de médio porte o efeito é apenas 2,8 vezes maior. Já para as pequenas empresas o efeito empresa foi 23,3 vezes maior do que o efeito indústria. Em outras palavras o efeito indústria (ou setor) é mais importante para as médias e grandes empresas e menos importante para as pequenas, evidenciando que o referido efeito afeta mais o resultado das grandes e médias empresas do que o resultado das pequenas empresas. O estudo não evoluiu na tentativa de explicar a razão de tais diferenças, observando a necessidade de estudos complementares neste sentido.

	Total Empresas	Grandes Empresas	Médias Empresas	Pequenas Empresas
Efeito Empresa	42,7%	46,3%	32,4%	44,3%
Efeito Setor	4,8%	7,7%	11,4%	1,9%
Efeito Ano	0,4%	0,1%	0,2%	0,5%
Total Explicado	47,9%	54,1%	44,0%	46,7%

Quadro 02 – Efeitos Empresa, Setor e Ano segmentados de acordo com o porte da empresa

Fonte: Claver, Molina e Tarí (2002)

Não foi possível identificar se as empresas integrantes da amostra adotaram os mesmos procedimentos contábeis durante todo o período analisado pelos autores. A adoção de procedimentos contábeis diferenciados para registro e avaliação de investimentos e resultados provoca reflexos no indicador de desempenho (*ROA Return On Assets*), influenciando desta forma a análise estatística, por mais robustos que venham a ser os procedimentos adotados. Acredita-se que um cuidado especial na seleção das empresas componentes da amostra só contribuirá positivamente para a qualidade das análises. Observa-se, neste sentido que os erros de amostragem refletem na heterogeneidade ou em “diferenças de oportunidade” de amostra para amostra, levando a comprometer a qualidade das interpretações estatísticas realizadas.

3.7 - Brito e Vasconcelos (2005)

Os referidos autores desenvolveram trabalho pioneiro ao analisar a variância do desempenho de um conjunto de empresas brasileiras. O período analisado foi de 1998 a 2001 e a base de dados utilizada foi a publicação Balanço Anual da Gazeta Mercantil. O estudo foi realizado tendo como base mais de um indicador de desempenho de cada vez. Os autores evidenciam a utilização do *ROA* Total (lucro líquido dividido pelos ativos totais) e do *ROA* Operacional (lucro operacional dividido pelos ativos totais), destacando não haver encontrado diferenças nos resultados em função do indicador utilizado. A utilização de mais de um indicador de desempenho não permite classificar a pesquisa como de “indicador multivariado”, tendo em vista que os referidos indicadores foram utilizados um de cada vez. Os autores selecionaram 15 setores cujas empresas tivessem atividade pouco diversificada, evitando, assim, segundo os autores, o problema de incluir empresas com múltiplas unidades de negócios cujos resultados estivessem consolidados no ramo de negócio principal. Ao todo foram selecionadas 252 empresas e realizadas 938 observações. As metodologias aplicadas foram componentes da variância e *Nested* ANOVA.

Os resultados identificados pelos autores evidenciam que o efeito empresa continua explicando a maior parcela da variância dos resultados (52,7%) seguido do efeito setor

(7,3%). Detalhe interessante relatado pelos pesquisadores é que “o ambiente turbulento do Brasil não parece afetar a dispersão do desempenho de forma significativa”. Assim as descobertas “sugerem a importância da abordagem de estratégia baseada em recursos, que focaliza características específicas da firma em particular” (BRITO e VASCONCELOS, 2005). As limitações do estudo são evidenciadas pelos próprios pesquisadores. Estes dizem respeito à qualidade dos dados fornecidos pelas empresas componentes da amostra, dizem respeito quanto à utilização de uma base de dados sem o adequado nível de detalhamento das informações, se reportam aos indicadores de desempenho utilizados, os quais guardavam relação apenas com aspectos financeiros do negócio e evidenciam que o período de tempo estudado poderia envolver séries mais longas.

3.8 - Bandeira-de-Mello e Marcon

Os autores em referência apresentaram inovação importante ao utilizar indicador multivariado para medir o desempenho das organizações. Seu argumento estava no sentido de que somente um indicador poderia não ser suficiente para captar todos os efeitos de um ambiente turbulento como o da economia brasileira. Outro ponto de destaque no trabalho dos referidos pesquisadores diz respeito à base de dados utilizada no estudo. Todas as empresas componentes da amostra eram empresas de capital aberto, sujeitas, portanto, às normas regulamentares da Comissão de Valores Mobiliários – CMV. No estudo foram considerados 15 setores e 177 empresas. Não fizeram parte da amostra as empresas do setor financeiro.

Os indicadores de desempenho empregados foram o *ROA* Operacional (lucro operacional antes dos juros, depreciação e imposto de renda, dividido pelo ativo total), o lucro econômico (resultado contábil menos custo de oportunidade sobre o capital investido) e a relação preço da ação no mercado, na data de encerramento do exercício, dividido pelo valor patrimonial da ação na mesma data. Para cada empresa, de uma determinada indústria, em um determinado ano, foram calculados os três indicadores de desempenho referenciados. Para reduzir os indicadores a uma única medida multivariada de desempenho foi utilizada a técnica da análise dos componentes principais (ACP). A decomposição da variância do desempenho das empresas foi realizada com base na ANOVA e na Máxima Verossimilhança.

Os resultados encontrados mais uma vez confirmaram que o efeito empresa responde pela principal parcela da variância dos resultados empresariais. O modelo atribuiu ao efeito empresa a responsabilidade por 43,5% da variância total dos resultados. O efeito indústria de atuação, ou setor, novamente ficou em segundo lugar com 6,7%. O modelo explicou 50,2% da variância dos resultados empresariais.

Os procedimentos adotados pelos pesquisadores são dignos de destaque na medida em que buscaram driblar deficiências de procedimentos anteriores. A utilização de uma base de dados mais confiável e a adoção de um indicador de desempenho multivariado representaram uma evolução nos trabalhos desta natureza. Entretanto, acredita-se que, ainda assim, existam problemas quanto a claras definições sobre procedimentos contábeis e indicadores de desempenho. Com relação ao presente trabalho questiona-se a razão de comparar resultados, ditos operacionais, com ativos totais. Parece que se há exclusão de resultados não operacionais da composição do lucro, deveria haver, também, exclusão do ativo total daqueles componentes não operacionais que contribuíram para a formação do resultado não operacional. Proceder de outra forma é equivalente a realizar um ajuste no numerador da equação sem o correspondente procedimento no denominador.

Ainda quanto à operacionalidade, ou não, dos resultados, questiona-se: por que excluir as depreciações do resultado operacional? O que há de não operacional no item depreciações? Muito pouco, quase nada! Assim, apesar da significativa evolução representada pelo trabalho

de Bandeira-de-Mello e Marcon (2006), sugere-se que melhorias ainda são possíveis e recomendadas.

4. Quadro comparativo dos trabalhos

O quadro 3 apresenta um comparativo dos trabalhos comentados no presente artigo. Como cada um dos trabalhos já recebeu considerações prévias, a apresentação do referido quadro tem como objetivo proporcionar um resumo da variância explicada pelos modelos e evidenciar que nas diferentes pesquisas realizadas o efeito empresa foi identificado como preponderante, apesar das diferenças relativas no referido atributo.

	Schmalensee (1985)	Rumelt (1991)	Roquebert et al (1996)	McGahan e Porter (1997)	McGahan e Porter (2002)	Claver, Molina e Tari (2002)	Brito e Vasconcelos (2005)	B. Mello e Marcon (2006)
Variância Explicada	20,2%	63,3%	67,5%	57,1%	58,3%	48,1%	60,0%	50,2%
Efeito Ano	n.a.	0,0%	0,5%	2,4%	0,4%	0,4%	0,0%	0,8%
Efeito Setor	19,6%	16,2%	12,5%	18,7%	10,3%	5,4%	7,3%	6,7%
Efeito Corporação	n.a.	0,8%	17,9%	4,3%	11,6%	n.a.	n.a.	n.a.
Efeito M. Share	0,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Efeito Empresa	n.a.	46,4%	37,1%	31,7%	36,0%	42,7%	52,7%	43,5%
Indicador desempenho	ROA Operac.	ROA Operac.	ROA Operac.	ROA Operac.	ROA Operac.	ROA Operac.	ROA Operac. e Total	ROA EVA L/PA
Técnica Estatística Empregada	Análise dos Compon. da Variância - COV	Nested ANOVA	Análise Compon. Variância - COV	ANOVA	Nested ANOVA			

Quadro 03 – Detalhamento dos efeitos, dos indicadores e da técnica estatística empregada

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos autores evidenciados

O exame do quadro 03 permite as seguintes constatações: a) a parcela da variância explicada aumentou consideravelmente desde o primeiro trabalho editado (1985); b) apesar das diferenças nos percentuais, o efeito ano parece não influenciar significativamente os resultados. Tal constatação é aplicável inclusive ao Brasil, país cuja economia não apresenta a mesma estabilidade de outros países mais desenvolvidos; c) o efeito empresa evidencia-se como o mais importante em todos os estudos, apesar das diferenças de percentuais e de

procedimentos; d) os efeitos setor e corporação parecem ainda apresentar resultados conflitantes sendo merecedores de estudos complementares; e) há preferência por indicadores financeiros para medir o desempenho; f) as técnicas estatísticas empregadas apresentaram evolução ao longo do período analisado.

5. Sugestões para futuros trabalhos

Apesar da inegável e crescente qualidade dos trabalhos desenvolvidos, acredita-se que alguns pontos bastante importantes são merecedores de atenção. O maior ou menor efeito de tais pontos nos resultados dos estudos não são conhecidos, mas acredita-se que o destaque dos mesmos contribuirá positivamente para a confiança e qualidade dos futuros trabalhos a serem desenvolvidos sobre o tema.

5.1 - Base de dados

Uma das primeiras preocupações ao desenvolver-se um trabalho desta natureza deve dizer respeito a qualidade da base de dados. Algumas publicações condensam numa mesma base de dados empresas de diferentes portes e setores de atuação, sujeitas a procedimentos diferenciados quanto ao registro e avaliação de ativos e resultados. Diante de diferenciados procedimentos contábeis, a comparabilidade entre as empresas pode restar prejudicada, tendo em vista que, embora determinada empresa adote, para seus demonstrativos, sempre o mesmo procedimento, outras empresas, que com ela estão sendo comparadas, podem adotar procedimentos diferenciados para o registro de fatos semelhantes.

A Comissão de Valores Mobiliários – CMV, no Brasil, e a *Securities and Exchange Commission* – SEC, nos Estados Unidos, são organizações responsáveis pela regulamentação do mercado de capitais e pela edição de normas aplicáveis à elaboração de demonstrativos contábeis para empresas com ações negociadas na bolsa de valores. Desta forma, entende-se que a utilização de base de dados composta exclusivamente por empresas sujeitas às normas editadas pelas referidas comissões poderá melhorar a comparabilidade e, conseqüentemente, a qualidade dos resultados.

Outro aspecto importante diz respeito aos critérios de classificação adotado (indicador de desempenho, empresas, setores, etc) e a eventuais mudanças nos mesmos, por parte das empresas responsáveis pela divulgação das bases de dados. Modificações no cálculo de métricas durante o período analisado podem provocar distorções nos resultados finais. Da mesma forma a imposição de limites para o agrupamento de empresas em setores pode provocar distorções se houver o “agrupamento forçado” de empresas, como no caso de grupos bastante diversificados (CHANG e SINGH, 2000). Para evitar problemas semelhantes o ideal seria o pesquisador ter acesso direto aos relatórios financeiros das empresas objeto do estudo, evitando o uso de métricas elaboradas por terceiros.

5.2 - Procedimentos extraordinários ao longo do período estudado

No mês de janeiro de 1999 a moeda nacional sofreu uma desvalorização cambial em relação à moeda americana de mais de 40%, proporcionando reflexos significativos nos resultados das empresas brasileiras exportadoras e importadoras. Naquele ano a Comissão de Valores Mobiliários – CVM divulgou a Deliberação CVM 294/1999 permitindo que as empresas realizassem o diferimento dos efeitos da maxidesvalorização na razão de 20% ao ano, a partir do ano de 1999. Observa-se ainda que a adoção, ou não, do procedimento era opcional, o que significa que algumas empresas de capital aberto adotaram o diferimento, notadamente àquelas para as quais a maxidesvalorização trouxe prejuízos, e outras não. Com

relação a este aspecto, destaca-se o estudo realizado por Dos Santos e Paulo (2006) envolvendo empresas que realizaram o diferimento e sua respectiva amortização nos anos de 1999 a 2003. Valendo-se de análise de histogramas e de testes não-paramétricos, os autores concluíram que houve fortes indícios de “gerenciamento” de resultados nas empresas, tendo como objetivo evitar ou minimizar a apresentação de resultados negativos.

O diferimento em cinco exercícios de um efeito que deveria ter sido reconhecido em apenas um, distorceu os resultados anuais das empresas, melhorando ou piorando determinado ano e causando o efeito contrário nos anos seguintes. Como referenciado anteriormente, Brito e Vanconcelos (2005) e Bandeira-de-Mello e Marcon (2006) estudaram os efeitos ano, setor e empresa abrangendo os anos de 1998 a 2002, exatamente o período afetado pela maxidesvalorização e pelo procedimento extraordinário adotado por algumas empresas. Entende-se que as variáveis estudadas pelos referidos autores, em maior ou menor proporção, restaram afetadas. Ao diferir para cinco anos o efeito que deveria ter sido reconhecido em apenas um, o efeito ano restou afetado. Como setores diferentes sofrem de forma diferente o efeito de uma maxidesvalorização (exportadores e importadores, por exemplo), acredita-se que o efeito setor também tenha sido afetado. Observa-se que o fato de o procedimento ter sido opcional reforça o prejuízo na comparabilidade dos resultados de diferentes empresas, já que algumas adotaram o procedimento, enquanto que outras não.

5.3 - Período estudado

Com exceção de McGahan e Porter que analisaram 14 anos (1997 e 2002) os períodos cobertos pelos estudos estiveram entre um (Schmalensee, 1985) e 7 anos (Roquebert, Phillips e Westfall, 1996). Sabe-se que alguns períodos são marcados por crises econômicas bastante graves, como, por exemplo, os anos 1970 (crises de petróleo, energia, recessão na economia americana, etc), enquanto outros merecem destaque pelos momentos de relativa estabilidade no cenário econômico. Especificamente no Brasil, a economia apresenta o denominado “efeito sanfona”, termo utilizado para descrever pequenos períodos de crescimento econômico que se alternam com períodos de inflação e recessão. Os anos 1980 foram significativamente marcados por planos econômicos (1986, 1987 e 1989) que tiveram como principal objetivo estancar o processo inflacionário e recuperar o poder de compra da moeda brasileira. O mesmo aconteceu nos anos 1990, até que nos anos 1993 e 1994 o chamado “Plano Real” reorganizou a economia e controlou a inflação. Neste sentido McGahan e Porter (2002) evidenciaram preocupações com estudos realizados em períodos cobertos por movimentos econômicos atípicos. Assim, entende-se que, principalmente em ambientes muito instáveis como o ambiente de negócios brasileiro, os períodos cobertos pelos estudos devam ser maiores.

5.4 - Métrica do desempenho

Destacam-se duas considerações quanto à métrica utilizada para medir o desempenho das organizações: quantidade e qualidade das métricas. No que diz respeito a quantidade de métricas, com exceção de Bandeira-de-Mello e Marcon (2006) que utilizaram indicador multivariado, todos os demais pesquisadores analisados utilizaram apenas um indicador. Outro detalhe que chama a atenção é a preferência por indicadores de ordem financeira, notadamente o *ROA (Return On Assets)*. Como não há um único indicador capaz de medir a performance das organizações, acredita-se que a utilização de um conjunto de indicadores represente o procedimento mais adequado, destacando-se a necessidade de mesclar indicadores financeiros com indicadores não financeiros. Chang e Singh (2000), por exemplo, utilizaram em seu estudo como métrica de desempenho a participação de mercado. A inclusão

deste indicador com outros de ordem financeira por ser uma boa alternativa, apesar da reconhecida dificuldade de aplicação da sugestão no caso de estudos realizados no Brasil.

A qualidade dos indicadores aplicados nos estudos também merece considerações. A utilização do *ROA* operacional, excluindo resultados não operacionais, resultados financeiros (positivos ou negativos), depreciações e impostos incidentes sobre o lucro não parece ser o melhor procedimento. Se os períodos cobertos pelos estudos envolveram momentos de anormalidade econômica, é provável que muitos dos reflexos decorrentes da referida anormalidade tenham sido reconhecidos nas empresas como não operacionais. Ao se excluir tais resultados não operacionais do lucro (ou do prejuízo) das empresas interferiu-se nas variáveis estudadas (ano e empresa).

Além dos resultados não operacionais propriamente ditos, merece destaque a exclusão do item depreciações. Questionam-se: o que há de não operacional nas depreciações? O desempenho está sendo medido pela rentabilidade ou pela geração de caixa? Ao se excluírem as depreciações dos resultados das empresas interferem-se nos resultados dos efeitos empresa e setor. Setores compostos por empresas intensivas em equipamentos proporcionam significativos gastos com depreciações. O mesmo não ocorre com empresas intensivas em mão de obra, onde, normalmente, os gastos com depreciações são menores.

Outro aspecto importante quanto ao chamado "*ROA* operacional", diz respeito a exclusão do lucro de itens não operacionais, sem a correspondente exclusão dos ativos não operacionais que possam ter proporcionado tais resultados. Este é o caso de rendimentos de aplicações financeiras (no resultado) e do saldo das referidas aplicações (no ativo). A exclusão dos ganhos financeiros sem a correspondente exclusão dos ativos respectivos distorce a equação da rentabilidade, uma vez que altera-se o numerador sem a correspondente alteração no denominador.

5.5 – Exame detalhado das notas explicativas

Nenhum dos estudos analisados evidenciou ter realizado qualquer leitura prévia nas notas explicativas dos demonstrativos financeiros das empresas componentes da pesquisa. Sabe-se que a leitura das referidas notas é indispensável à compreensão dos procedimentos adotados na elaboração dos demonstrativos. As referidas notas podem evidenciar a adoção de procedimentos não ortodoxos vinculados a critérios de avaliação de resultados e ativos e quanto aos registros de operações, por ocasião da elaboração de relatórios financeiros. Assim, entende-se que o exame mais detalhado dos demonstrativos financeiros (notas explicativas, relatório da administração, etc) contribuiria para a melhora da qualidade dos resultados dos estudos, na medida em que poderia evidenciar procedimentos contábeis diferenciados para um mesmo evento em diferentes empresas, fato que demandaria ajustes aos demonstrativos antes do início da análise.

5.6 – Segmentação da amostra por setores e porte das empresas

O estudo desenvolvido por McGahan e Porter (1997) evidenciou que o efeito setor demonstrou-se diferenciado em diferentes setores. De acordo com os referidos autores para o setor hoteleiro o efeito indústria é quase seis vezes mais significativo do que para o setor de manufatura. Em outras palavras o efeito indústria é minimizado no setor manufatureiro e maximizado no setor hoteleiro. Assim, estudos realizados com empresas componentes de um único setor devem ser vistos com ressalvas quanto a sua capacidade de generalização para a economia como um todo.

Claver, Molina e Tarí (2002), por sua vez, demonstraram que empresas de portes diferenciados percebem de forma diferente os efeitos do componente indústria de atuação ao

identificar que este atributo é muito menos importante para as empresas de pequeno porte do que para as empresas de grande porte. Com base em tais constatações, acredita-se que a segmentação da amostra em função do porte das empresas seja um procedimento recomendável.

5.7 – Efeito corporação, o número de unidades de negócio e o nível de diversificação

Os estudos demonstraram que o nível de diversificação das empresas componentes de determinado conglomerado afeta os resultados da variável “grupo controlador”. Corporações muito diversificadas tendem a “compensar” resultados negativos de determinados setores com resultados positivos de outros, podendo interferir no resultado da variável em questão (ROQUEBERT, PHILLIPS E WESTFALL, 1996); (McGAHAN e PORTER, 2002); (BRITO e VASCONCELOS, 2003).

Outro cuidado importante diz respeito ao número de unidades de negócio subordinadas a determinada corporação. Quanto menor o número de unidade de negócios, mais parecida com a corporação a referida unidade de negócios se apresenta, fato que distorce o efeito da variável grupo controlador. Assim, a análise prévia da amostra recomenda a inclusão de empresas (corporações) com número semelhante de unidades de negócio sendo coordenadas, sob pena dos resultados finais serem influenciados (ROQUEBERT, PHILLIPS E WESTFALL, 1996).

6. Considerações Finais

O exame dos trabalhos apresentados permitiu identificar significativa evolução quanto ao emprego de técnicas estatísticas de análise, quanto ao tamanho das amostras, variáveis analisadas, parcela da variância explicada, períodos estudados e métricas utilizadas. Algumas segmentações realizadas (McGAHAN e PORTER, 1997, 2002); (CLAVER, MOLINA E TARÍ, 2002) apresentaram descobertas importantíssimas. Apesar das diferenças em termos relativos, o efeito empresa apresentou influência preponderante em todos os estudos, sugerindo supremacia à abordagem estratégica da *Resource Based View*. Efetivamente todos os estudos concluíram que o efeito empresa é o mais importante de todas as variáveis analisadas.

Nas pesquisas incluídas no presente trabalho, observou-se muita preocupação como o método estatístico e sua evolução ao longo do tempo em termos de robustez e confiabilidade. Sugerem-se, entretanto, melhorias quanto à qualidade e quantidade das métricas utilizadas, bem como quanto à qualidade da base de dados, ponto de partida para qualquer estudo estatístico. Como estudar a “heterogeneidade do desempenho de empresas” com tantos procedimentos diferenciados em termos de critérios de avaliação de ativos e resultados, diferimentos de desvalorização cambial, e indicadores de desempenho univariados, desajustados e exclusivamente financeiros? Por que excluir da análise os resultados não operacionais em períodos marcados por significativos ajustes econômicos? Por que excluir depreciações e impostos ao apurar o desempenho?

Apesar da evolução constatada, acredita-se que melhorias podem ser empregadas em estudos posteriores. Estas melhorias dizem respeito ao refinamento de procedimentos quanto a melhor análise, seleção e segmentação das empresas componentes da amostra, quanto ao uso de indicadores multivariados de desempenho, quanto ao uso de indicadores não financeiros, quanto ao tratamento dos resultados ditos não operacionais e quanto à abrangência do período de análise. A existência de pontos ainda controversos envolvendo o tema, como, por exemplo, os efeitos setor e corporação (quadro 03 - página 10) parecem demonstrar que há amplas oportunidades para pesquisas relacionadas ao assunto. Entretanto, o

atual nível de avanço dos estudos requer que futuros trabalhos sobre o tema dêem mais atenção para a adequada definição das organizações componentes da amostra, verifiquem mais atentamente detalhes como critérios contábeis adotados pelas empresas e observem aspectos quanto à diversificação e o número de unidades de negócios por corporação, quanto ao porte das empresas e ao número de setores envolvidos na pesquisa.

Bibliografia consultada

- BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. **Heterogeneidade do Desempenho de Empresas em Ambientes Turbulentos**. RAE – Revista de Administração de Empresas. Vol. 46. N° 2. Abril/Junho de 2006.
- BARNEY, J. **Firm resources and sustained competitive advantage**. Journal of Management. V. 17. Número 1. 1991.
- BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. **Firm Performance in an Extremely Turbulent Environment: Year, Industry and Firm Effects**. Anais do ENANPAD 2003. Atibaia – SP. Setembro de 2003.
- BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. **Desempenho das Empresas Brasileiras: Efeitos Ano, Ramos de Negócios e Firma Individual**. RAC – Revista de Administração Contemporânea. 1ª. Edição Especial. 2005.
- CHANG, S.; SINGH, H. **Corporate and Industry Effects on Business Unit Competitive Position**. Strategic Management Journal. Vol. 21. 2000.
- CLAVER, E.; MOLINA, J.; TARÍ, J. **Firm and Industry Effects on Firm Profitability: A Spanish Empirical Analysis**. European Management Journal. Vol. 20. N° 3. 2002.
- CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. **Análise Multivariada**. SP. Atlas. 2007.
- DOS SANTOS, A.; PAULO, E. **Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados**. *Brazilian Business Review – BBR*. Vol. 3. N° 1. Jan/Jun. 2006.
- FRANCO, M. L. P. B. **Análise de Conteúdo**. Brasília. Líber Livro Editora, 2007.
- GHEMAWAT, P. **A Estratégia e o Cenário dos Negócios**. Porto Alegre. Bookman, 2007.
- HAIR Jr, J. F.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. Porto Alegre. Bookman, 2005.
- HAIR Jr, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise Multivariada de Dados**. Porto Alegre. Bookman, 2005.
- McGAHAN A. M.; PORTER, M. E. **What Do We Know About Variance in Accounting Profitability?** Management Science. Vol. 48. N° 7. July 2002.
- McGAHAN, A. M.; PORTER, M. E. **How Much Does Industry Matter, Really?** Strategic Management Journal. Vol. 18. Summer Special Issue. 1997.
- PENROSE, E. **A teoria do crescimento da firma**. Editora Unicamp. Campinas. 1995.
- PORTER, M. E. **Competitive Strategy**. Free Press. 1980.
- ROQUEBERT, J. A.; PHILIPS, R. L.; WESTFALL, P. A. **Markets vs. Management: what “drives” profitability?** Strategic Management Journal. Vol. 17. 1996.
- RUMELT, R. **How Much Does Industry Matter?** Strategic Management Journal. Vol. 12. 1991.
- SHORT, J. C.; KETCHEN, D. J.; PALMER, T. B.; HULT, G. T. M. **Firm, Strategic Group, and Industry Influences on Performance**. Strategic Management Journal. Vol. 28. 2207.
- SCHMALENSEE, R. **Do Markets Differ Much?** The American Economic Review. June 1985.
- WERNERFELT, B. **A Resource-based view of the firm**. Strategic Management Journal. 1984.