

# Visão Baseada em Recursos: Estudo do Impacto da Crise Financeira na Heterogeneidade do Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto

## *Resource Based View: Study of the Financial Crisis Impact of Heterogeneity on Performance of Brazilian Companies Publicly Traded*

Flávio Ribeiro <sup>1</sup>

Luciano Márcio Scherer <sup>2</sup>

Aline Andrade Barbosa da Silva <sup>3</sup>

### Resumo

Este trabalho se dispõe a verificar o impacto da Crise Financeira de 2008 na heterogeneidade do desempenho das empresas brasileiras de capital aberto entre 2004 e 2013. A partir de uma amostra composta por 331 companhias de capital aberto não financeiras, esta pesquisa quantitativa, descritiva e documental realizou testes de diferenças de médias em três medidas de desempenho. Os indicadores de rentabilidade das empresas listadas na BM&FBovespa, retorno sobre o ativo, retorno sobre o patrimônio líquido e taxa de crescimento das vendas, foram calculados a partir de dados do provedor de informações para o mercado financeiro, *Bloomberg*<sup>TM</sup>. Os produtos da pesquisa revelam a taxa de crescimento das vendas como variável mais sensível às repercussões da crise financeira mundial, em que se constataram

---

<sup>1</sup> Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual do Centro-Oeste, Mestrado em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná-UFPR, Doutorando em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná, Monitoria em Estágio Docência na UFPR na área de Contabilidade Financeira, Professor Assistente do Departamento de Ciências Contábeis (DECIC) - UNICENTRO - Campus de Irati, Brasil. Contato: [flavioribeiro@irati.unicentro.br](mailto:flavioribeiro@irati.unicentro.br)

<sup>2</sup> Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Mestrado em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo-USP, Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo-USP, Professor Associado do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Paraná-UFPR, Coordenador do Curso de Graduação em Ciências Contábeis, professor permanente do PPGCONT - Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Brasil. Contato: [lmscherer@ufpr.br](mailto:lmscherer@ufpr.br)

<sup>3</sup> Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual de Santa Cruz-UESC, Mestrado em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná-UFPR, realizou Estágio Docência em Contabilidade Avançada e Contabilidade Gerencial no curso de graduação em Ciências Contábeis da UFPR, tutoria Ead na disciplina Legislação Tributária e Comercial do curso de Administração Pública na mesma instituição, na graduação, atuou como bolsista de Iniciação Científica (CNPq) e de Extensão (UESC), Brasil. Contato: [aline\\_andbarbosa@yahoo.com.br](mailto:aline_andbarbosa@yahoo.com.br)

diferenças estatisticamente significativas para sete de nove setores estudados. Os testes de heterogeneidade entre os setores demonstram diferenças entre estes, todavia sem grandes dispersões nos escores individuais. Considera-se, pois, que há evidências de heterogeneidade do desempenho das empresas analisadas, sendo consistentes com as constatações de McGahan e Poter (1997) e Eriksen e Knudsen (2003).

**Palavras-chave:** Heterogeneidade. Crise Financeira. Desempenho.

### **Abstract**

*This work is willing to check the impact of the Financial Crisis 2008 in the heterogeneity of the performance of Brazilian publicly traded companies between 2004 and 2013. From a sample of 331 listed companies not financial, this quantitative, descriptive and documentary research conducted mean differences tests on three performance measures. Profitability indicators of companies listed on the BM&FBovespa, return on assets, return on equity and growth rate of sales, were calculated from information provider of data to the financial market, Bloomberg™. Research products reveal the sales growth rate as more sensitive variable to the repercussions of the global financial crisis, in which they found statistically significant differences in seven of nine sectors studied. Heterogeneity tests between sectors show differences between them, but without much dispersion in individual scores. Deemed to be, therefore, that there is evidence of heterogeneity of the performance of the analyzed companies, being consistent with the findings of Poter and McGahan (1997) and Eriksen and Knudsen (2003).*

**Keywords:** Heterogeneity. Financial crisis. Performance.

## **1 Introdução**

As empresas apresentam vários aspectos pelos quais se diferenciam das demais, com destaque para características associadas ao faturamento, crescimento e indicadores de desempenho. A heterogeneidade das entidades pode estar ligada a diversos fatores, dentre os quais, o efeito econômico e o posicionamento da empresa dentro do mercado (LEITE FILHO; CARVALHO; CALEGARIO, 2012).

Com enfoque na heterogeneidade do desempenho econômico da entidade, observa-se que vários estudos foram realizados para identificar os fatores determinantes desse fenômeno (MCGAHAN; POTER, 1997; ERIKSEN; KNUDSEN, 2003; BRITO; VASCONCELOS, 2003; GONÇALVES; QUINTELA, 2005; GONZÁLEZ- FIDALGO; VENTURA-VICTORIA, 2010; LEITE FILHO; CARVALHO; CALEGARIO, 2012). Em sua maioria os estudos identificam que, grande parte da heterogeneidade do desempenho das empresas, se dá pelo fator firma. Contudo, ainda há varias lacunas a serem preenchidas sobre a divergência no desempenho das organizações, principalmente no contexto setorial.

Os estudos sobre heterogeneidade buscam suporte na teoria da Visão Baseada em Recursos (VBR) para explicar os divergentes desempenhos verificados entre as empresas. De acordo com a VBR, o limite do crescimento da organização está associado não somente ao mercado, mas aos recursos que possui, e, à forma com que são utilizados. Assim, a partir da

distinção entre os recursos e a forma como são desenvolvidos, proporciona a heterogeneidade das empresas.

Portanto, a heterogeneidade é uma característica inerente a cada empresa ou segmento do mercado. Quanto mais eficiente ela administrar seus recursos maior será a diferença entre seu desempenho e de seus concorrentes (LEITE FILHO; CARVALHO; CALEGARIO, 2012). Todavia, em períodos de turbulência econômica a gestão dos recursos pode ser prejudicada, principalmente, quando essa turbulência não afeta um setor específico, mas sim o mercado como um todo. Em vista disso, esta pesquisa se propõe a responder a seguinte indagação: *Qual o impacto da Crise Financeira de 2008 na heterogeneidade do desempenho das empresas brasileiras de capital aberto?*

Em sintonia com a questão de pesquisa, o estudo tem como objetivo verificar o impacto da Crise Financeira de 2008 na heterogeneidade do desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. As pesquisas desenvolvidas até então, tendem a focar-se em indicadores tradicionais de desempenho como Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Taxa de Crescimento de Vendas (TCV). Assim, a pesquisa diferencia-se das demais por incluir a esse grupo mais uma variável, apontada por Martins, Diniz e Miranda (2012) como um indicador de rentabilidade mais próximo da perfeição, que é o índice de Geração de Valor ao Acionista (GVA).

O estudo, igualmente, contribui para preencher lacunas relacionadas ao entendimento de aspectos comportamentais que se refletem no desempenho das organizações. Ao considerar os efeitos de uma crise financeira mundial, não foram encontrados estudos que tratassem do tema, o que apresenta uma possibilidade profícua de inserir essa temática na discussão teórica e, conseqüentemente, na verificação empírica entre os atores no campo de pesquisa em contabilidade financeira.

Além desta seção introdutória o artigo é composto por quatro seções. O segundo tópico apresenta a literatura acadêmica que sustenta a pertinência do trabalho. Na sequência, descrevem-se os passos metodológicos contemplados pela pesquisa, assim como as análises e discussões dos resultados. Por fim, resgata-se a questão de pesquisa, de modo a apresentar uma resposta e sugerir novas abordagens para trabalhos sucessores.

## **2 Visão Baseada em Recursos (VBR)**

As ideias da Visão Baseada em Recursos (VBR) germinaram no campo fértil do pensamento estratégico organizacional a partir do estudo pioneiro de Edith Penrose, intitulado *The theory of the growth of the firm*, em 1959. Em sua investigação, a autora descreve que o limite do crescimento da organização está atrelado não apenas ao mercado, mas aos recursos que possui, e a forma como estes são utilizados. Desse modo, na distinção entre os recursos e sua otimização situa-se a gênese da heterogeneidade das empresas.

Após o trabalho seminal de Penrose, Wernerfelt (1984) foi instituído o termo VBR para fundamentar a ideia de que a lucratividade da empresa pode ser mais bem explicada por seus recursos do que pela sua posição no mercado. Essa premissa conduziu outros estudos (BARNEY, 1991; PETERAF, 1993) a investigar o motivo pelo qual empresas, mesmo compondo setores semelhantes, possuíam desempenhos diferenciados.

A ideia defendida por Porter (1996) é de que as empresas tendem a ser homogêneas, uma vez que pelo modelo das Forças Competitivas, os recursos são facilmente transferíveis. Na ótica da VBR, contrariamente, a essência do sucesso das organizações está na heterogeneidade, pois os recursos não são distribuídos de maneira uniforme, de modo a dificultar sua transferência para as outras organizações (BANDEIRA-DE-MELO; CUNHA, 2001).

Foss (1997) sintetiza a estrutura básica da VBR a partir de fundamentos empíricos em duas generalizações: i) há diferenças assimétricas entre as firmas à medida que dominam recursos essenciais para implementar suas estratégias; e, ii) tais diferenças são relativamente estáveis.

Da combinação das duas generalizações empíricas com suposições fundamentais provenientes da economia, surge a duas suposições básicas da VBR: 1) a distinção na dotação de recursos da empresa acarreta desempenhos divergentes; e, 2) as companhias procuram aumentar, e não necessariamente maximizar, o seu desempenho econômico. Em síntese, tais suposições sugerem que a performance da organização deriva, principalmente, de recursos construídos pela acumulação interna ou adquiridos no mercado de fatores específicos (FOSS, 1993).

A literatura da VBR é permeada por distintas vertentes para justificar a heterogeneidade nas empresas. Evidências sugerem que as organizações alcançam vantagens duradouras apenas em razão da sua eficiência e eficácia (TEECE, 1984; WERNERFELT, 1984). Por outro lado, os estudos fundamentados na economia organizacional (NELSON, 1991; BARNEY, 1991) defendem a ideia que algumas firmas possuem um desempenho superior ao de outras empresas por possuir algo único e difícil de ser reproduzido pelos seus concorrentes.

Para Wernerfelt (1984) as empresas são vistas como um conjunto de capacidades estratégicas e competências. Tais capacidades estratégicas e competências da empresa agregam benefícios econômicos e não podem ser reproduzidos pelos concorrentes, mas passam a ser fonte de vantagem competitiva. Barney (1991) define um modelo, conforme a Figura 1, para o entendimento das vantagens competitivas utilizando os recursos raros, valiosos e inimitáveis.



Figura 1: Definição da vantagem competitiva a partir da heterogeneidade da firma  
Fonte: adaptado de Barney (1991).

Verifica-se, a partir da Figura 1, que em um ambiente de concorrência, o controle de recursos e de competências raras, valiosas e inimitáveis por uma organização pode fazê-la conquistar vantagens competitivas superiores aos seus concorrentes (ZILVER; PAJARES, 2009). Essa vantagem competitiva favorece as organizações na obtenção de melhores indicadores de desempenho. Assim, diversos são os estudos que investigam os fatores responsáveis pela variação do desempenho econômico entre as firmas e seu reflexo na heterogeneidade organizacional. Os principais estudos são apresentados na Figura 2.

| <b>Autores</b> | <b>Amostra</b> | <b>Período</b> | <b>Principais Resultados</b> |
|----------------|----------------|----------------|------------------------------|
|----------------|----------------|----------------|------------------------------|

**Visão Baseada em Recursos: Estudo do Impacto da Crise Financeira na Heterogeneidade do Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto.**

|                        |                                             |                                               |           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|------------------------|---------------------------------------------|-----------------------------------------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Estudos Internacionais | McGahan e Poter (1997)                      | 628 empresas norte-americanas                 | 1981-1994 | Sugerem que o efeito firma é mais significativo sobre a lucratividade das empresas, que o setor onde a empresa está inserida.                                                                                                                                                                                         |
|                        | Eriksen e Knudsen (2003)                    | 9.809 pequenas e médias empresas da Dinamarca | 2000-2001 | Apontaram para um predomínio do efeito da firma na lucratividade e efeitos menores para o setor econômico.                                                                                                                                                                                                            |
|                        | González- Fidalgo e Ventura-Victoria (2010) | 1877 empresas espanholas                      | 1991-1994 | Sugerem que a heterogeneidade ocorre mais acentuadamente em empresa de um mesmo setor do que entre os diferentes setores.                                                                                                                                                                                             |
| Estudos Nacionais      | Brito e Vasconcelos (2003)                  | 245 empresas brasileiras                      | 1998-2001 | Indicam que o efeito da firma corresponde à maior parte da variância observada (52,3%). Os autores, também, concluíram que a turbulência ambiental brasileira não influencia a variância do desempenho das organizações.                                                                                              |
|                        | Gonçalves e Quintela (2005)                 | 307 empresas brasileiras                      | 1996-2003 | Demonstram que a principal origem de heterogeneidade das empresas em relação à variação do desempenho deve-se pela diferença entre as próprias empresas (efeito firma).                                                                                                                                               |
|                        | Leite Filho, Carvalho e Calegario (2012)    | 328 pequenas e médias empresas brasileiras    | 2010      | Evidenciam uma diferença significativa da Taxa Crescimento das Vendas entre as pequenas empresas brasileiras independente dos setores de atuação, confirmando o efeito firma na variação do desempenho. Porém, o efeito setor não foi significativo, o que sugere não haver diferenças estatísticas a nível setorial. |

Figura 2: Principais estudos empíricos.

Fonte: elaborado pelos autores.

Observa-se, portanto, que os estudos sobre a heterogeneidade do desempenho entre as organizações (MCGAHAN; POTER, 1997; ERIKSEN; KNUDSEN, 2003; BRITO; VASCONCELOS, 2003; GONÇALVES; QUINTELA, 2005; GONZÁLEZ- FIDALGO; VENTURA-VICTORIA, 2010; LEITE FILHO; CARVALHO; CALEGARIO, 2012) valem-se do efeito firma como principal fator para explicar a diferença entre a *performance* das empresas, mesmo daquelas pertencentes a um mesmo segmento. Entretanto, a heterogeneidade entre os setores é algo ainda controverso. Enquanto alguns estudos (MCGAHAN; POTER, 1997; ERIKSEN; KNUDSEN, 2003) apresentam indícios de que alguns setores possuem um nível de desempenho superior aos demais setores, outros (GONÇALVES; QUINTELA, 2005; LEITE FILHO; CARVALHO; CALEGARIO, 2012), diversamente, não detectam diferenças estatisticamente significativas.

Para Penrose (1959), o crescimento, a sobrevivência e a lucratividade de uma organização, no longo prazo, não dependem tanto da eficiência com que a firma é capaz de organizar sua produção, desde que ela possa adaptar e ampliar suas operações em momentos de incerteza. Esses momentos ocorrem, em virtude de turbulência econômica, que influenciam, de modo geral, todas as empresas. O momento mais recente de turbulência ocorreu em meados de 2008, e ficou conhecida como Crise Financeira Mundial.

### 3 Crise Financeira Mundial

A retrospectiva histórica apresenta diversas crises financeiras que afetaram o mercado econômico mundial. Em 1929, a crise financeira atingiu diversos países,

especialmente, os Estados Unidos da América, de forma a provocar baixas na produção e, por conseguinte, o fechamento de diversas empresas industriais.

Em meados de 2007, surgiram os primeiros indícios de uma nova crise financeira proveniente do mercado imobiliários norte-americano, tendo grande repercussão mundial nos anos subsequentes. Pereira (2009) afirma que, na verdade, a Crise Financeira de 2008 foi uma profunda crise de confiança decorrente de uma cadeia de empréstimos originalmente imobiliários baseados em devedores insolventes. Dessa forma, ao levar os administradores econômicos a preferirem a liquidez e assim cobrir seus créditos, os inadimplentes levaram vários bancos e instituições financeiras à situação de falência.

A crise alcançou dimensões sísmicas em setembro de 2008 com o fracasso de Lehman Brothers e do eminente colapso da gigante de seguros *American Internacional Group* (USA, 2011). Com isso, o desdobrar da crise colocou a arquitetura financeira internacional em xeque, na medida em que trouxe à tona as limitações dos princípios básicos do sistema de regulamentação e supervisão bancária e financeira atualmente em vigor.

Para Calcanholo (2008) com o aumento da inadimplência associado à queda dos preços dos imóveis, fez com que os agentes financeiros ficassem sem recursos para saldar seus compromissos, elevando a descapitalização dos grandes bancos e a uma forte redução na liquidez interbancária, que foi se propagando por meio de extremas incertezas no setor econômico. Diante desse contexto, não demorou muito para que a crise tomasse grandes proporções e influenciasses a economia mundial.

Com a explosão da crise imobiliária, os mercados financeiros dos EUA e da Europa foram atingidos diretamente, pois suas instituições financeiras eram as principais negociantes das hipotecas de alto risco. Muito rapidamente essa onda de crise se espalhou e o mundo todo sentiu suas consequências, inclusive o território brasileiro.

No Brasil, segundo Gonçalves (2008) a eclosão da crise levou o governo a tomar medidas orientadas especificamente para a expansão da liquidez. Com isso, houve a maior disponibilidade de recursos para agentes financeiros, além da flexibilidade do redesconto e redução dos depósitos compulsórios para empresas exportadoras e construtoras, como também expansão do crédito para o agronegócio.

Observa-se, portanto, que num cenário de instabilidade as organizações precisam estar preparadas a fim de evitar maiores consequências e minimizar danos (SILVA, 2009). Nesse ambiente turbulento, as organizações devem tomar decisões importantes que influenciem diretamente sua capacidade estratégica e consequentemente sua vantagem competitiva. Em vista disso, entende-se que a Crise Financeira Mundial pode influenciar a heterogeneidade do desempenho das organizações, sobretudo, das companhias de capital abertas.

#### **4 Percorso Metodológico**

A pesquisa quantitativa é categorizada quanto aos objetivos como descritiva (COOPER; SCHINDLER, 2011). Trata-se de um estudo documental, em razão de servir-se de dados oriundos das demonstrações contábeis divulgadas pelas empresas pelas companhias abertas.

A seleção da amostra foi realizada de forma não probabilística e por conveniência. Os indicadores de rentabilidade das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa foram extraídos do provedor de informações para o mercado financeiro *Bloomberg*<sup>TM</sup> no período de janeiro de 2004 a dezembro de 2013. A escolha do período deve-se ao fato de que intervalos menores poderiam ser incapazes de detectar confiavelmente a diferença entre a média dos indicadores de rentabilidade, distorcendo os resultados da pesquisa. Assim, a amostra

percebida pela investigação é composta de 331 empresas, cuja discriminação setorial, conforme a metodologia do BM&FBovespa (2014), é evidenciada na tabela 1.

**Tabela 1 – Amostra final por setores**

| Setores                  | Empresas | (%)     |
|--------------------------|----------|---------|
| Bens industriais         | 22       | 6,65%   |
| Construção e Transportes | 69       | 20,85%  |
| Consumo Cíclico          | 50       | 15,11%  |
| Consumo Não Cíclico      | 41       | 12,39%  |
| Financeiro               | 51       | 15,41%  |
| Materiais Básicos        | 43       | 12,99%  |
| Tecnologia da Informação | 7        | 2,11%   |
| Telecomunicações         | 7        | 2,11%   |
| Utilidade Publica        | 41       | 12,39%  |
| Total                    | 331      | 100,00% |

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 1, verifica-se que o setor de Construção e Transporte é o mais representativo (20,85%), seguido pelo setor Financeiro (15,41%), Consumo Cíclico (15,11%) e Materiais Básicos (12,99%). Os setores de Tecnologia da Informação e de Telecomunicações foram os menos representativos com percentuais de 2,11% cada.

Como *proxy* para o desempenho das organizações utilizou-se quatro indicadores de rentabilidade: Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Taxa de Crescimento da Vendas (TCV) e o índice de Geração de Valor ao Acionista (GVA).

Para Assaf Neto (2003) o indicador do Retorno sobre o Ativo revela o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos. Uma melhor relação deste índice dará maior remuneração dos seus investimentos aplicados no Ativo. No cálculo deste indicador é utilizado o Lucro Líquido. Para se calcular o ROA, utiliza-se a fórmula demonstrada a seguir:

$$ROA = \frac{LL}{AT_{t-1}} \quad (3.1)$$

Em que,

ROA: Retorno sobre o Ativo;

LL: Lucro Líquido; e

AT<sub>t-1</sub>: Ativo Total do período anterior.

Segundo Grapelli (1998), o índice do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) mede a taxa de retorno para os acionistas. Os analistas de mercado de capitais, tanto quanto os acionistas, estão especialmente interessados neste índice. Em geral, quanto maior o retorno, mais atrativa é a ação. Dessa forma, representa o retorno obtido sobre o valor investido pelos sócios no empreendimento, ou seja, quanto os acionistas auferem de Lucro para cada unidade monetária de recursos próprios (PL). O papel deste índice é mostrar qual a taxa de rendimento do capital próprio, inclusive com o objetivo de comparar com a taxa de retorno de outros investimentos no mercado.

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido está relacionado a três tópicos importantes para acelerar ou desacelerar uma empresa: lucratividade, administração de ativos e alavancagem financeira. Compreendendo que o ROE é uma composição destes três pontos à disposição da

administração da empresa, os investidores podem ter uma visão mais concreta a respeito do tipo de Rentabilidade que se espera e da capacidade da empresa de administrá-la, observado por meio da fórmula:

$$ROE = \frac{LL}{PL_{t-1}} \quad (3.2)$$

Em que,

ROE: Retorno sobre o Patrimônio Líquido;

LL: Lucro Líquido; e

PT<sub>t-1</sub>: Patrimônio Líquido Total do período anterior.

A Taxa de Crescimento das Vendas (TCV) é um importante indicador de desempenho econômico empregado para explorar aspectos de gerenciamento de recursos internos (UHLANER; SANTEN, 2007). Esse indicador é calculado pela variação do faturamento da empresa de um ano em relação ao ano anterior.

$$TCV = \frac{FAT}{FAT_{t-1}} \quad (3.3)$$

Em que,

TCV: Taxa de Crescimento de Vendas;

FAT: Faturamento da empresa; e

FAT<sub>t-1</sub>: Faturamento da empresa no período anterior.

Com o propósito de atender ao objetivo da pesquisa, utilizou-se o Teste de Kruskal-Wallis, em função das variáveis da amostra não apresentarem distribuição normal. O Teste de Kruskal-Wallis é uma alternativa não paramétrica ao teste ANOVA para o teste de diferença de médias para duas ou mais amostras (MAROCO, 2003).

O Teste de Kolmogorov-Smirnov (K-S) é usado para indicar se a distribuição da variável de estudo provém de uma população com distribuição normal. Os resultados apresentam o teste K-S para as duas amostras da variável ROA um *p-value* de 0,000 e 0,000, para antes e após a crise, respectivamente. Com uma probabilidade de erro de 5%. A variável de ROE e TCV apresentam resultados similares um *p-value* de 0,000 e 0,000. Assim, pode-se concluir que a distribuição das variáveis da amostra “antes da crise” e “após a crise” rejeita hipótese nula do teste de distribuição normal. A Tabela 2 discrimina os resultados dos testes de normalidade da amostra.

**Tabela 2 - Teste de Médias entre setores: variável ROA**

|     | Teste de Normalidade |      |       |              |      |       |
|-----|----------------------|------|-------|--------------|------|-------|
|     | Kolmogorov-Smirnova  |      |       | Shapiro-Wilk |      |       |
|     | Statistic            | df   | Sig.  | Statistic    | df   | Sig.  |
| ROA | 0,487                | 3310 | 0,000 | 0,010        | 3310 | 0,000 |
| ROE | 0,380                | 3310 | 0,000 | 0,127        | 3310 | 0,000 |
| TCV | 0,210                | 3310 | 0,000 | 0,723        | 3310 | 0,000 |

Fonte: dados da pesquisa.

Diante dos resultados apresentados nos testes paramétricos, observa-se que as variáveis analisadas possuem características não paramétricas. Por esse motivo, o Teste de Kruskal-Wallis foi adotado como método para testar a hipótese de pesquisa. Sendo assim, a preparação dos dados para aplicação do teste pressupõe a divisão da amostra em duas subamostras, antes e após a crise financeira de 2008.



Após apresentação dos passos metodológicos empregados, segue-se para a análise dos resultados da pesquisa.

## 5 Resultados

Nesta seção resgata-se a proposta do trabalho, qual seja de verificar o impacto da Crise Financeira de 2008 na heterogeneidade do desempenho das empresas brasileiras de capital aberto entre 2004 e 2013. Para verificar o impacto da Crise Financeira de 2008 na heterogeneidade do desempenho das empresas brasileiras de capital aberto entre 2004 e 2013, inicialmente, foi realizado o Teste de Médias para três medidas de desempenho: Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Taxa de Crescimento das Vendas (TCV).

A tabela 3 apresenta os resultados para a variável ROA.

**Tabela 3 - Teste de Médias entre setores: variável ROA**

| Setores                  | Crise        | Observações | Média  | Test Statistics | Média geral  |
|--------------------------|--------------|-------------|--------|-----------------|--------------|
| Bens industriais         | Antes        | 88          | 105,63 | Chi-Square      | 1,816        |
|                          | Após         | 110         | 94,60  | Significância   | 0,178        |
|                          | <b>Total</b> | <b>198</b>  |        | <b>df</b>       | <b>1</b>     |
| Construção e Transportes | Antes        | 276         | 316,37 | Chi-Square      | 0,446        |
|                          | Após         | 345         | 306,70 | Significância   | 0,504        |
|                          | <b>Total</b> | <b>621</b>  |        | <b>df</b>       | <b>1</b>     |
| Consumo Cíclico          | Antes        | 200         | 220,08 | Chi-Square      | 0,627        |
|                          | Após         | 250         | 229,84 | Significância   | 0,429        |
|                          | <b>Total</b> | <b>450</b>  |        | <b>df</b>       | <b>1</b>     |
| Consumo Não Cíclico      | Antes        | 164         | 187,57 | Chi-Square      | 0,172        |
|                          | Após         | 205         | 182,95 | Significância   | 0,679        |
|                          | <b>Total</b> | <b>369</b>  |        | <b>df</b>       | <b>1</b>     |
| Financeiro               | Antes        | 204         | 239,00 | Chi-Square      | 1,714        |
|                          | Após         | 255         | 222,80 | Significância   | 0,190        |
|                          | <b>Total</b> | <b>459</b>  |        | <b>df</b>       | <b>1</b>     |
| Materiais Básicos        | Antes        | 172         | 209,88 | Chi-Square      | 6,251        |
|                          | Após         | 215         | 181,30 | Significância   | <b>0,012</b> |
|                          | <b>Total</b> | <b>387</b>  |        | <b>df</b>       | <b>1</b>     |
| Tecnologia da Informação | Antes        | 28          | 33,71  | Chi-Square      | 0,443        |
|                          | Após         | 35          | 30,63  | Significância   | 0,505        |
|                          | <b>Total</b> | <b>63</b>   |        | <b>df</b>       | <b>1</b>     |
| Telecomunicações         | Antes        | 28          | 30,63  | Chi-Square      | 0,285        |
|                          | Após         | 35          | 33,10  | Significância   | 0,594        |
|                          | <b>Total</b> | <b>63</b>   |        | <b>df</b>       | <b>1</b>     |
| Utilidade Pública        | Antes        | 164         | 183,35 | Chi-Square      | 0,071        |
|                          | Após         | 205         | 186,32 | Significância   | 0,790        |
|                          | <b>Total</b> | <b>369</b>  |        | <b>df</b>       | <b>1</b>     |

Fonte: dados da pesquisa.

A análise interna permite constatar que os setores não apresentaram diferença estatisticamente significativa em relação ao retorno sobre ativo (ROA) no período anterior e pós-crise financeira, com exceção do setor de materiais básicos que apresenta  $p\text{-value} \leq 0,05$ . Sugere-se que as empresas pertencentes ao referido setor tiveram seus montantes de aplicações influenciados pelos efeitos da turbulência financeira. Neste caso, os resultados são consistentes com os estudos de McGahan e Poter (1997) e Eriksen e Knudsen (2003).

Em contrapartida, a análise da variável ROE demonstra resultados mais robustos, indicando que o retorno aos investidores foi afetado significativamente nos setores de

**Visão Baseada em Recursos: Estudo do Impacto da Crise Financeira na Heterogeneidade do Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto.**

construção e transporte e consumo cíclico, com *p-value* 0,000 e 0,034, respectivamente. Já os demais setores não foram influenciados ao nível de significância de 5%.

A Tabela 4 apresenta os escores obtidos por meio da análise do indicador de retorno sobre o patrimônio líquido.

**Tabela 4 - Teste de Médias entre setores: variável ROE**

| Setores                  | Crise        | Observações | Média  | Test Statistics | Média geral  |
|--------------------------|--------------|-------------|--------|-----------------|--------------|
| Bens industriais         | Antes        | 88          | 107,95 | Chi-Square      | 3,449        |
|                          | Após         | 110         | 92,74  | Significância   | 0,063        |
|                          | <b>Total</b> | <b>198</b>  |        | DF              | 1            |
| Construção e Transportes | Antes        | 276         | 345,32 | Chi-Square      | 18,206       |
|                          | Após         | 345         | 283,54 | Significância   | <b>0,000</b> |
|                          | <b>Total</b> | <b>621</b>  |        | DF              | 1            |
| Consumo Cíclico          | Antes        | 200         | 240,01 | Chi-Square      | 4,485        |
|                          | Após         | 250         | 213,89 | Significância   | <b>0,034</b> |
|                          | <b>Total</b> | <b>450</b>  |        | DF              | 1            |
| Consumo Não Cíclico      | Antes        | 164         | 190,90 | Chi-Square      | ,904         |
|                          | Após         | 205         | 180,28 | Significância   | 0,342        |
|                          | <b>Total</b> | <b>369</b>  |        | DF              | 1            |
| Financeiro               | Antes        | 204         | 242,62 | Chi-Square      | 3,343        |
|                          | Após         | 255         | 219,90 | Significância   | 0,067        |
|                          | <b>Total</b> | <b>459</b>  |        | DF              | 1            |
| Materiais Básicos        | Antes        | 172         | 205,37 | Chi-Square      | 3,203        |
|                          | Após         | 215         | 184,90 | Significância   | 0,073        |
|                          | <b>Total</b> | <b>387</b>  |        | DF              | 1            |
| Tecnologia da Informação | Antes        | 28          | 33,89  | Chi-Square      | 0,538        |
|                          | Após         | 35          | 30,49  | Significância   | 0,463        |
|                          | <b>Total</b> | <b>63</b>   |        | DF              | 1            |
| Telecomunicações         | Antes        | 28          | 34,79  | Chi-Square      | 1,166        |
|                          | Após         | 35          | 29,77  | Significância   | 0,280        |
|                          | <b>Total</b> | <b>63</b>   |        | DF              | 1            |
| Utilidade Pública        | Antes        | 164         | 193,90 | Chi-Square      | 2,063        |
|                          | Após         | 205         | 177,88 | Significância   | 0,151        |
|                          | <b>Total</b> | <b>369</b>  |        | DF              | 1            |

Fonte: dados da pesquisa.

A significância da diferença entre as Taxas de Crescimento de Vendas (TCV) médias aponta resultados relevantes. Notou-se com exceção dos setores de tecnologia de informação e financeiro, que os demais evidenciam uma queda significativa após o período de crise financeira. Tais achados podem indicar uma provável retração do mercado decorrente dos efeitos propagados pela turbulência financeira.

**Tabela 5 - Teste de Médias entre setores: variável TCV**

| Setores                  | Crise        | Observações | Média  | Test Statistics | Média geral  |
|--------------------------|--------------|-------------|--------|-----------------|--------------|
| Bens industriais         | Antes        | 88          | 111,71 | Chi-Square      | 7,206        |
|                          | Após         | 110         | 89,73  | Significância   | <b>0,007</b> |
|                          | <b>Total</b> | <b>198</b>  |        | DF              | 1            |
| Construção e Transportes | Antes        | 276         | 352,01 | Chi-Square      | 25,993       |
|                          | Após         | 345         | 278,19 | Significância   | <b>0,000</b> |
|                          | <b>Total</b> | <b>621</b>  |        | DF              | 1            |
| Consumo Cíclico          | Antes        | 200         | 248,44 | Chi-Square      | 11,217       |
|                          | Após         | 250         | 207,15 | Significância   | <b>0,001</b> |
|                          | <b>Total</b> | <b>450</b>  |        | DF              | 1            |
| Consumo Não Cíclico      | Antes        | 164         | 199,28 | Chi-Square      | 5,302        |
|                          | Após         | 205         | 173,58 | Significância   | <b>0,021</b> |

**Visão Baseada em Recursos: Estudo do Impacto da Crise Financeira na Heterogeneidade do Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto.**

|                          | <b>Total</b> | <b>369</b> |        | df            | 1            |
|--------------------------|--------------|------------|--------|---------------|--------------|
| Financeiro               | Antes        | 204        | 223,75 | Chi-Square    | ,818         |
|                          | Após         | 255        | 235,00 | Significância | 0,366        |
|                          | <b>Total</b> | <b>459</b> |        | df            | 1            |
| Materiais Básicos        | Antes        | 172        | 212,21 | Chi-Square    | 8,213        |
|                          | Após         | 215        | 179,43 | Significância | <b>0,004</b> |
|                          | <b>Total</b> | <b>387</b> |        | df            | 1            |
| Tecnologia da Informação | Antes        | 28         | 35,80  | Chi-Square    | 2,173        |
|                          | Após         | 35         | 28,96  | Significância | 0,140        |
|                          | <b>Total</b> | <b>63</b>  |        | df            | 1            |
| Telecomunicações         | Antes        | 28         | 39,50  | Chi-Square    | 8,454        |
|                          | Após         | 35         | 26,00  | Significância | <b>0,004</b> |
|                          | <b>Total</b> | <b>63</b>  |        | df            | 1            |
| Utilidade Publica        | Antes        | 164        | 207,97 | Chi-Square    | 13,746       |
|                          | Após         | 205        | 166,63 | Significância | <b>0,000</b> |
|                          | <b>Total</b> | <b>369</b> |        | df            | 1            |

Fonte: dados da pesquisa.

Portanto, constatou-se que o indicador mais sensível à crise foi a taxa de crescimento de vendas, em que se notou um decréscimo no montante de receitas. Em seguida, destaca-se o indicador de retorno sobre os investidores, onde se apurou o impacto em dois setores apenas.

A Tabela 6 evidencia o impacto da crise financeira intergrupos com base nas variáveis de desempenho.

**Tabela 6 - Heterogeneidade entre os setores: variável ROA**

| Crise | Setores                  | Resultados |                 |                            |
|-------|--------------------------|------------|-----------------|----------------------------|
|       |                          | Escore     | <i>p</i> -valor | Conclusão                  |
| Antes | Bens industriais         | 703,32     | 0,000           | 1°<2°>3°<4°>5°<6°<7°>8°<9° |
|       | Construção e Transportes | 710,95     |                 |                            |
|       | Consumo Cíclico          | 597,51     |                 |                            |
|       | Consumo Não Cíclico      | 664,81     |                 |                            |
|       | Financeiro               | 573,30     |                 |                            |
|       | Materiais Básicos        | 672,97     |                 |                            |
|       | Tecnologia da Informação | 925,14     |                 |                            |
|       | Telecomunicações         | 497,02     |                 |                            |
|       | Utilidade Publica        | 719,39     |                 |                            |
| Após  | Bens industriais         | 797,50     | 0,000           | 1°<2°>3°<4°>5°<6°<7°>8°<9° |
|       | Construção e Transportes | 901,67     |                 |                            |
|       | Consumo Cíclico          | 802,84     |                 |                            |
|       | Consumo Não Cíclico      | 846,83     |                 |                            |
|       | Financeiro               | 705,70     |                 |                            |
|       | Materiais Básicos        | 747,95     |                 |                            |
|       | Tecnologia da Informação | 1100,40    |                 |                            |
|       | Telecomunicações         | 716,14     |                 |                            |
|       | Utilidade Publica        | 940,91     |                 |                            |

Fonte: dados da pesquisa.

A análise da heterogeneidade do retorno sobre o ativo demonstrou que os setores apresentam diferenças significativas entre si. No entanto, observa-se que embora as médias dos setores tenham sofrido variações no período antes e pós-crise, a representatividade frente aos demais setores permaneceu inalterada.

No tocante à variável retorno sobre o patrimônio líquido, percebe-se que a heterogeneidade entre os setores também foi estatisticamente significativa, com pequenas dispersões entre os escores individuais.

**Visão Baseada em Recursos: Estudo do Impacto da Crise Financeira na Heterogeneidade do Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto.**

**Tabela 7 - Heterogeneidade entre os setores: variável ROE**

| Crise | Setores                  | Resultados |                |                            |
|-------|--------------------------|------------|----------------|----------------------------|
|       |                          | Escore     | <i>p-valor</i> | Conclusão                  |
| Antes | Bens industriais         | 662,09     | 0,004          | 1°>2°>3°>4°<5°<6°<7°<8°>9° |
|       | Construção e Transportes | 638,90     |                |                            |
|       | Consumo Cíclico          | 616,88     |                |                            |
|       | Consumo Não Cíclico      | 616,03     |                |                            |
|       | Financeiro               | 754,34     |                |                            |
|       | Materiais Básicos        | 700,40     |                |                            |
|       | Tecnologia da Informação | 563,29     |                |                            |
|       | Telecomunicações         | 718,93     |                |                            |
|       | Utilidade Publica        | 657,88     |                |                            |
| Após  | Bens industriais         | 829,38     | 0,001          | 1°<2°>3°>4°>5°<6°<7°>8°<9° |
|       | Construção e Transportes | 752,97     |                |                            |
|       | Consumo Cíclico          | 784,24     |                |                            |
|       | Consumo Não Cíclico      | 834,46     |                |                            |
|       | Financeiro               | 936,67     |                |                            |
|       | Materiais Básicos        | 873,20     |                |                            |
|       | Tecnologia da Informação | 753,74     |                |                            |
|       | Telecomunicações         | 876,29     |                |                            |
|       | Utilidade Publica        | 822,29     |                |                            |

Fonte: dados da pesquisa.

De modo semelhante, verifica-se que a variável taxa de crescimento das vendas apresenta heterogeneidade significativa, quando se compara o período anterior ao posterior à crise. Na Tabela 8 são demonstradas essas evidências.

**Tabela 8 - Heterogeneidade entre os setores: variável TCV**

| Crise | Setores                  | Resultados |                |                            |
|-------|--------------------------|------------|----------------|----------------------------|
|       |                          | Escore     | <i>p-valor</i> | Conclusão                  |
| Antes | Bens industriais         | 636,57     | 0,000          | 1°<2°>3°<4°>5°<6°>7°<8°>9° |
|       | Construção e Transportes | 656,96     |                |                            |
|       | Consumo Cíclico          | 621,73     |                |                            |
|       | Consumo Não Cíclico      | 630,20     |                |                            |
|       | Financeiro               | 609,52     |                |                            |
|       | Materiais Básicos        | 702,73     |                |                            |
|       | Tecnologia da Informação | 623,52     |                |                            |
|       | Telecomunicações         | 919,39     |                |                            |
|       | Utilidade Publica        | 754,26     |                |                            |
| Após  | Bens industriais         | 764,18     | 0,001          | 1°<2°>3°<4°<5°>6°>7°<8°<9° |
|       | Construção e Transportes | 773,15     |                |                            |
|       | Consumo Cíclico          | 769,98     |                |                            |
|       | Consumo Não Cíclico      | 822,98     |                |                            |
|       | Financeiro               | 932,86     |                |                            |
|       | Materiais Básicos        | 861,84     |                |                            |
|       | Tecnologia da Informação | 761,41     |                |                            |
|       | Telecomunicações         | 833,16     |                |                            |
|       | Utilidade Publica        | 874,89     |                |                            |

Fonte: dados da pesquisa.

Assim, os resultados sugerem impactos da crise financeira na heterogeneidade do desempenho das companhias de capital aberto, no que diz respeito às três medidas analisadas pela presente pesquisa. Ratifica-se ainda a ideia disposta na seção introdutória de que

períodos de turbulência econômica afeta não somente setores específicos, mas o mercado de modo geral.

## **6 Conclusões**

O presente estudo verificou o impacto da Crise Financeira de 2008 na heterogeneidade do desempenho das empresas brasileiras de capital aberto entre 2004 e 2013. Para alcance do escopo, a pesquisa quantitativa, descritiva e documental realizou testes de diferenças de médias em três medidas de desempenho em 331 companhias brasileiras de capital aberto. As variáveis testadas foram retorno sobre o ativo, retorno sobre o patrimônio líquido e taxa de crescimento das vendas.

Os principais achados da pesquisa indicam taxa de crescimento das vendas como variável mais sensível às repercussões da crise financeira mundial, em que se constatou diferenças estatisticamente significativas para sete de nove setores da BM&FBovespa. Ademais, os testes de heterogeneidade entre os setores demonstram diferenças entre estes, todavia sem grandes dispersões nos escores individuais.

Considera-se, pois, pelas constatações da presente pesquisa que há evidências de heterogeneidade do desempenho das empresas analisadas. Sendo assim, as constatações fortalecem a corrente teórica sustentada pelos estudos de McGahan e Poter (1997) e Eriksen e Knudsen (2003), ao enfatizar que a turbulência financeira assume proporções mais genéricas, atingindo o mercado como um todo.

A relevância do estudo decorre do recorte temporal empregado, o qual contemplou dez anos e, conseqüentemente, possibilitou um grande número de observações, que torna a amostra representativa. Entretanto, o trabalho apresenta limitações, ao considerar que os dados não podem ser generalizados, e são restritos à realidade brasileira.

Portanto, recomendam-se investigações futuras cuja proposta verifique igualmente o impacto da crise financeira mundial na heterogeneidade do desempenho, com coleta de informações de companhias listadas em diferentes bolsas de valores, a fim de estabelecer comparativos dos efeitos em diferentes sistemas legais.

## **Referências**

ASSAF NETO, A. Finanças corporativas e valor. São Paulo: Atlas, 2003.

BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Heterogeneidade do desempenho de empresas em ambientes turbulentos. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 46, n. 2, p. 34-43, abr/jun. 2006.

BARNEY, J. B. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, v. 7, n. 1, p. 99-120, 1991.

BARNEY, J. B. Is the resource-based “view” a useful perspective for strategic management research? Yes. **Academy of Management Review**, v. 26, n. 1, p. 41-56, 2001.

BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. Firm performance in an extremely turbulent environment: year, industry and firm effects. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 27., 2003, Atibaia. *Anais...* Atibaia: ANPAD, 2003.

CARCANHOLO, Marcelo *et al.* **Crise Financeira Internacional: Natureza e Impacto.** 2008. Disponível em <[http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/crise\\_financeira\\_internacional\\_gep\\_maio\\_2008.pdf](http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/crise_financeira_internacional_gep_maio_2008.pdf)>. Acesso em 25/11/13.

COOPER, D.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração.** Bookman, 2011.

ERIKSEN, B.; KNUDSEN, T. Industry and firm interaction: Implication for profitability. **Journal of Business Research**, v. 56, p. 191-199, 2003.

FOSS, N. J. Theories of the firm: contractual and competence perspectives. **Journal of Evolutionary Economics**, v. 3, p. 127-144, 1993.

FOSS, N. J. The resource-based perspective: an assessment and diagnosis of problems. DRUID Working Paper N. 97-1. Copenhagen: Copenhagen Business School, 1997, p. 1-39.

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

GONZÁLEZ-FIDALGO, E.; VENTURA-VICTORIA J.. How much do strategic groups matter? Seção teses de doutorado. Disponível em: [http://www19.uniovi.es/econo/doctrabajo/Dt01/d231\\_01.pdf](http://www19.uniovi.es/econo/doctrabajo/Dt01/d231_01.pdf). Acesso em 25 nov. 2013.

KRETZER, J.; MENEZES, E. A. A importância da visão baseada em recursos na explicação da vantagem competitiva. **Revista de Economia Mackenzie**, São Paulo, v. 4, n. 4, p. 63-87, 2006.

LEITE FILHO, G. A.; CARVALHO, F. M.; CALEGARIO, C. L. L. Estudo sobre a heterogeneidade de crescimento de vendas das pequenas empresas brasileiras sob a perspectiva da visão baseada em recursos (VBR). In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 12, 2012. São Paulo/SP. **Anais...** São Paulo: USP, 2012. CD-ROM.

MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. **Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica.** São Paulo: Atlas, 2012.

MCGAHAN, A. M.; PORTER, M. E. How much does industry matter, really? **Strategic Management Journal**, v. 18, Summer Special Issue, p. 15-30, 1997.

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

PENROSE, E. **The theory of the growth of the firm.** Oxford: Basil Blackwell, 1959.

PEREIRA, Luiz C. B. Crise e recuperação da confiança. **Revista Economia e Política**, São Paulo, v. 29, n 1, p. 133-149, jan/mar., 2009.

PETERAF, M. A. The cornerstones of competitive advantage: a Resource-Based View. **Strategic Management Journal**, v. 14, p. 179-191, 1993.

RIBEIRO, R.; ROSSETO, C. R.; VERDINELLI, M. A. Comportamento estratégico da empresa e a visão baseada em recursos: um estudo no setor varejista de material de construção. **Revista Gestão de Produção**. São Carlos, v. 18, n. 1, p. 175-192, 2011.

SILVA, B. A. O.; PINESE, H. P. A crise financeira internacional e o efeito dos derivativos cambiais: a operação de *target forward* da Aracruz Celulose. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, XII, 2009, São Paulo. **Anais ...** São Paulo, 2009.

TECCE, D. J. Economic analysis and strategic management. **California Management Review**, v. 25, p. 87-110, 1984.

UHLANER, L.M.; VAN SANTEN, J. Organization context and knowledge management in SMEs: a study of Dutch technology-based firms. In: LANDSTROM, H.; RAFFA, M.; IANDOLI, L. **Entrepreneurship, Competitiveness and Local Development - Frontiers in European Research**. Forthcoming: Edward Elgar publishing, 2007

WERNERFELT, B. A resource-based view of the firm. **Strategic Management Journal**, v. 5, n. 2, p. 171-180, 1984.

ZILBER, S. N.; PAJARES, F. M. R. Análise da vantagem competitiva de bancos em países emergentes e em países desenvolvidos utilizando o modelo de visão baseada em recursos: estudo comparativo Brasil x Estados Unidos. **Revista Economia Global e Gestão**. Lisboa, v. 14, n. 2, set. 2009.