

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
NÍVEL DOUTORADO**

VANESSA MARTINS PIRES

**A INFLUÊNCIA DO INVESTIMENTO EM RECURSOS INTANGÍVEIS
NO DESEMPENHO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS
ESTABELECIDAS NO BRASIL**

SÃO LEOPOLDO

2017

Vanessa Martins Pires

**A INFLUÊNCIA DO INVESTIMENTO EM RECURSOS INTANGÍVEIS
NO DESEMPENHO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS
ESTABELECIDAS NO BRASIL**

Tese apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Doutora em Administração, pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Trez

Coorientador: Prof. Dr. Tiago Wickstrom Alves

São Leopoldo

2017

P667i Pires, Vanessa Martins
A influência do investimento em recursos intangíveis no desempenho das instituições financeiras estabelecidas no Brasil / por Vanessa Martins Pires. -- 2017.
128 f. : il. ; 30cm.

Tese (Doutorado) -- Universidade do Vale do Rio dos Sinos - Unisinos. Programa de Pós-Graduação em Administração, São Leopoldo, RS, 2017.

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Trez; Coorientador: Prof. Dr. Tiago Wickstrom Alves.

1. Administração estratégica. 2. Recursos Intangíveis. 3. Ativos Intangíveis. 4. Instituições Financeiras - Desempenho organizacional. I. Título. II. Trez, Guilherme. III. Alves, Tiago Wickstrom.

CDU 658.012.2

Vanessa Martins Pires

**A INFLUÊNCIA DO INVESTIMENTO EM RECURSOS INTANGÍVEIS
NO DESEMPENHO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS
ESTABELECIDAS NO BRASIL**

Tese apresentada como requisito parcial para
obtenção do título de Doutora em Administração,
pelo Programa de Pós-Graduação em
Administração da Universidade do Vale do Rio
dos Sinos - UNISINOS

BANCA EXAMINADORA

Orientador Prof. Dr. Guilherme Trez – Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Coorientador Prof. Dr. Tiago Wickstrom Alves – Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Prof. Dr. Marcelo Gattermann Perin – Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Celso Augusto Matos – Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini – Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Prof. Dr. Jorge Renato Verschoore – Universidade do Vale do Rio dos Sinos

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, autor da vida.

Ao meu esposo, Diego, e aos meus pais, Luiz e Zilah, por todo o carinho, a compreensão e o apoio durante o Doutorado.

Sou grata aos meus sogros e demais familiares, amigos e colegas da UNISINOS e do Hospital de Clínicas de Porto Alegre (HCPA), por compreenderem a razão da minha ausência em alguns momentos.

Ao meu orientador, Professor Dr. Guilherme Trez, pela paciência e pela compreensão durante esses anos. Aprendi muito nesse período, em especial, sobre como superar os limites outrora estabelecidos.

Ao meu coorientador, Professor Dr. Tiago Wickstrom Alves, pela paciência e pela disponibilidade, principalmente em momentos de grande ansiedade.

Aos colegas do Doutorado em Administração e em Ciências Contábeis da UNISINOS, que contribuíram na realização da minha pesquisa, dentre eles, Geovana Fedato, Tadeu Grando e Davi Simon.

Sou grata aos professores da banca de qualificação, pelas contribuições e pelas sugestões à minha pesquisa, em especial, ao Professor Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini, que também contribuiu durante a coleta e o tratamento dos dados, mitigando algumas dúvidas inerentes ao processo.

Por fim, agradeço ao Professor Dr. João Zani, pela disponibilidade em discutir os resultados iniciais obtidos.

“A menos que modifiquemos a nossa maneira de pensar, não seremos capazes de resolver os problemas causados pela forma como nos acostumamos a ver o mundo”.
(EINSTEIN, 2016).

RESUMO

A administração estratégica fundamentalmente visa compreender os fatores explicativos para a heterogeneidade no desempenho organizacional. As abordagens teóricas em administração estratégica buscam atender a tal fim, considerando fatores externos às organizações, como o posicionamento estratégico e as características da indústria e fatores internos, como os recursos, as capacidades e as competências. Entendendo que grande parte do desempenho organizacional tem sido explicado por fatores internos, utilizou-se a Visão Baseada nos Recursos (VBR) como abordagem teórica nesta pesquisa. A VBR pressupõe que a posse de recursos estratégicos proporciona um desempenho superior. Os recursos organizacionais podem ser tangíveis ou intangíveis, sendo que a segunda tipologia tem sido reconhecida como direcionadora do desempenho organizacional, configurando-se como objeto desta pesquisa. A literatura que explora a relação entre os recursos intangíveis e o desempenho organizacional apresenta limitações, as quais suscitam alguns avanços, dentre eles: a) analisar os recursos intangíveis em conjunto; b) considerar mais de uma organização como unidade de análise; c) contemplar dados longitudinais; d) utilizar uma abordagem multidisciplinar; e e) explorar como os recursos intangíveis geram valor. Nessa perspectiva, este estudo tencionou contribuir para a superação de algumas limitações, identificando como os investimentos em recursos intangíveis influenciam no desempenho de dezenove (19) instituições financeiras de capital aberto estabelecidas no Brasil. Para tanto, a taxonomia para os ativos intangíveis desenvolvida por Kayo (2002) e Kayo et al. (2006) foi utilizada como subsídio teórico na identificação dos investimentos em recursos intangíveis, evidenciados em relatórios gerenciais, em demonstrações financeiras e em notas explicativas, trimestralmente, no período entre 2008 e 2015. Baseando-se em informações de mercado e em dados contábeis sobre o desempenho das instituições financeiras, estimaram-se regressões lineares múltiplas e uma regressão logística via *Generalized Linear Model* (GLM). Os resultados indicaram que, dentre os investimentos contemplados na pesquisa, os investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH) são aqueles que mais influenciam no desempenho das instituições financeiras contempladas na amostra. Esta pesquisa apresenta algumas contribuições para o campo de pesquisa em administração estratégica, são elas: a) a utilização dos investimentos em recursos intangíveis como *proxies* do valor dos recursos intangíveis e de dados contábeis e de mercado sobre o desempenho organizacional; b) o questionamento sobre a viabilidade em operacionalizar o pressuposto teórico da ambiguidade causal na análise do desempenho dos recursos intangíveis; c) a operacionalização dos recursos intangíveis a partir do modelo

teórico adotado, o que compreende a categorização dos recursos intangíveis e a importância de cada uma das categorias (humanos, de inovação, estrutural e de relacionamento), considerando a área de atuação das organizações e as *core competencies* requeridas em cada mercado.

Palavras-chave: Visão Baseada nos Recursos. Recursos Intangíveis. Ativos Intangíveis. Desempenho Organizacional. Instituições Financeiras.

ABSTRACT

Strategic management fundamentally aims to understand the explanatory factors for heterogeneity in relation to organizational performance. The theoretical approaches in strategic management seek to meet this goal, considering external factors to organizations, such as strategic position and characteristics of the industry and internal factors such as resources, capabilities and competencies. Whereas that a great deal of organizational performance has been explained by internal factors, the Resource-based View (RBV) was used as a theoretical approach in this research. RBV assumes that having strategic resources provides superior performance. Organizational resources may be either tangible or intangible, and the latter typology has been recognized as a driver of organizational performance, thus being the object of this research. The literature that explores the relationship between intangible resources and organizational performance is limited, which raise some advances, such as: a) analyze intangible resources as a whole; b) consider more than one organization as a unit of analysis; c) contemplate longitudinal data; d) use a multidisciplinary approach and e) explore how intangible resources generate value. In view of this, the study intended to contribute to the overcoming of some limitations, identifying how the investments in intangible resources influence the performance of nineteen (19) publicly traded financial institutions established in Brazil. Therefore, the taxonomy for intangible assets developed by Kayo (2002) and Kayo et al. (2006) was used as a theoretical basis in the identification of investments in intangible resources, evidenced in management reports, financial statements and explanatory notes, quarterly, from 2008 to 2015. Based on market information and in accounting data regarding the performance of financial institutions, multiple linear regressions and a logistic regression were measured by using the Generalized Linear Model (GLM). The results indicated that, among the investments considered in the research, investments in human intangible resources are the greatest influence in the performance of the financial institutions studied. This research presents some contributions to the field of strategic management research, which are: a) the use of investments in intangible resources as proxies of the value of intangible resources and of accounting and market data regarding organizational performance; b) inquiries about the feasibility in operationalizing the theoretical presupposition of causal ambiguity in the analysis of the performance of intangible resources; c) the operationalization of intangible resources based on the theoretical model adopted, which includes the categorization of intangible resources and the importance of each

of the categories (human, innovation, structure and relationship), considering the area of performance of organizations and the core competences required in each market.

Keywords: Resource-based View. Intangible Resources. Intangible Assets. Organizational Performance. Financial Institutions.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo Teórico.....	48
--------------------------------	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Retorno Anormal e Investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH).....90

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Ciclo de Vida da Visão Baseada nos Recursos (VBR) – Introdução	29
Quadro 2 – Ciclo de Vida da Visão Baseada nos Recursos (VBR) – Crescimento	30
Quadro 3 – Ciclo de Vida da Visão Baseada nos Recursos (VBR) – Maturidade	31
Quadro 4 – Tipologia dos Recursos Intangíveis.....	34
Quadro 5 – Proposta de Classificação dos Recursos/Ativos Intangíveis	40
Quadro 6 – Classificação dos Recursos Intangíveis.....	51
Quadro 7 – População	57
Quadro 8 – Amostra da Pesquisa.....	59
Quadro 9 – Variáveis Dependentes	61
Quadro 10 – Variáveis de Interesse.....	61
Quadro 11 – Variáveis de Controle	63
Quadro 12 – Caracterização da Amostra.....	96
Quadro 13 – Proposta de Classificação dos Ativos Intangíveis	103

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Correlação entre RH, RR e ROA.....	71
Tabela 2 – Matriz de Correlação	74
Tabela 3 – Estatística Descritiva	75
Tabela 4 – Resultados do Teste de Hausman	77
Tabela 5 – Resultados dos Testes de Significância	77
Tabela 6 – Resultados do Teste de White.....	78
Tabela 7 – Resultados do Teste de Breusch-Pagan <i>Studentized</i>	79
Tabela 8 – Normalidade dos Resíduos	79
Tabela 9 – Resultados do Teste de Breusch-Godfrey.....	80
Tabela 10 – Resultados dos Testes de Auto Correlação dos Erros no R [®]	80
Tabela 11 – Durbin Watson (DW)	81
Tabela 12 – Teste de <i>Residual Cross-Section Dependence</i> - Breusch-Pagan LM	81
Tabela 13 – Valor de Mercado	83
Tabela 14 – Q de Tobin	86
Tabela 15 – Retorno Anormal	88
Tabela 16 – Retorno sobre os Ativos (ROA)	92
Tabela 17 – Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).....	94
Tabela 18 – Resumo dos Resultados Obtidos nas Estimacões.....	98
Tabela 19 – Matriz de Correlação Prévia	128

LISTA DE SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
BB	Banco do Brasil
BIC	Banco Industrial e Comercial
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BSC	<i>Balanced Scorecard</i>
CCB	<i>China Construction Bank</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CS	<i>Cross-Section</i>
CST	<i>Cross-Section</i> e Tempo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DRE	Demonstração de Resultado do Exercício
EA	Efeitos Aleatórios
EF	Efeitos Fixos
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
FSHC	<i>Firm-Specific Human Capital</i>
GLM	<i>Generalized Linear Model</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IDEs	<i>Intangible Driven Earnings</i>
KBV	<i>Knowledge Based View</i>
LM	<i>Lagrange Multiplier</i>
MCA	<i>Market Capitalization Approach</i>
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
MSCI	<i>Morgan Stanley Capital International</i>
NRBV	<i>Natural Resource Based View</i>
RBV	<i>Resource Based View</i>
RI	Relações com os Investidores
ROA	Retorno sobre os Ativos
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
T	Tempo
TB	<i>Tableaux de Bord</i>

TBR	Teoria Baseada nos Recursos
VBR	Visão Baseada nos Recursos
VIF	<i>Variance Inflation Factors</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA	17
1.2 LACUNA TEÓRICA	18
1.3 PROBLEMA DE PESQUISA	20
1.4 OBJETIVOS DA PESQUISA	21
1.4.1 Objetivo Geral	22
1.4.2 Objetivos Específicos.....	22
1.5 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA	22
1.6 ESTRUTURA DA TESE	24
2 REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1 ADMINISTRAÇÃO ESTRATÉGICA	25
2.2 VISÃO BASEADA NOS RECURSOS (VBR)	28
2.3 RECURSOS INTANGÍVEIS	32
2.4 DESEMPENHO ORGANIZACIONAL	41
3 MÓDELO TEÓRICO	47
4 MÉTODO.....	56
4.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	56
4.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA	57
4.3 MODELO EMPÍRICO E VARIÁVEIS	60
4.4 COLETA DE DADOS	64
4.5 TÉCNICAS PARA TRATAMENTO DOS DADOS.....	65
4.5.1 Testes de Especificação e Validação dos Modelos	65
4.5.2 Técnicas Qualitativas para Coleta dos Dados: Caracterização da Amostra	68
5 ANÁLISE DOS RESULTADOS	70
5.1 ANÁLISE QUANTITATIVA	70
5.1.1 Antecedentes	70
5.1.2 Multicolinearidade.....	72
5.1.3 Estatística Descritiva	75
5.1.4 Resultados dos Testes de Especificação e Validação dos Modelos.....	76
5.1.4.1 Teste de Hausman e de Significância dos Modelos	76
5.1.4.2 Heterocedasticidade.....	78
5.1.4.3 Normalidade dos Resíduos	79

5.1.4.4 Autocorrelação dos Erros	80
5.1.4.5 Resumo dos Testes de Especificação e Validação dos Modelos.....	81
5.1.5 Discussão dos Resultados	82
5.1.5.1 Valor de Mercado	83
5.1.5.2 Q de Tobin.....	86
5.1.5.3 Retorno Anormal	87
5.1.5.4 Retorno sobre os Ativos (ROA)	91
5.1.5.5 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).....	93
5.2 DADOS QUALITATIVOS: CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA.....	95
5.3 SÍNTESE DOS RESULTADOS OBTIDOS.....	98
5.4 DISCUSSÃO TEÓRICA.....	100
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	105
REFERÊNCIAS	109
APÊNDICE A – FÓRMULAS PARA CÁLCULO DAS VARIÁVEIS.....	125
APÊNDICE B – MATRIZ DE CORRELAÇÃO PRÉVIA	128

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo, delinham-se o tema-objeto deste estudo, a lacuna teórica, o problema, os objetivos e a justificativa da pesquisa.

1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA

A administração estratégica empresarial tem como objetivo central entender os motivos pelos quais algumas organizações têm um desempenho superior a outras. (COSTA; COOL; DIERICKX, 2013; CROOK et al., 2008). Dessa forma, compreender os fatores explicativos para a heterogeneidade no desempenho das empresas representa uma das principais preocupações dos teóricos deste campo de pesquisa.

Uma das abordagens que tem buscado tal esclarecimento é a Visão Baseada nos Recursos (VBR), a qual utiliza como unidade de análise os recursos e as capacidades controlados pelas organizações. Barney (1991), um dos precursores da VBR, preconiza que os recursos proporcionarão uma vantagem competitiva à organização que os detenha desde que sejam valiosos, raros e difíceis de serem imitados e substituídos.

Os recursos tangíveis e intangíveis¹ presentes na VBR englobam todos os atributos que capacitam a organização para definir e implementar estratégias, e podem ser divididos em quatro tipos: a) recursos financeiros (capital próprio, lucros retidos, recursos de terceiros, entre outros); b) recursos físicos (máquinas e imóveis, por exemplo); c) recursos humanos (experiência, inteligência dos colaboradores, dentre outros); e d) recursos organizacionais (trabalho em equipe e confiança, exemplificativamente). (BARNEY; HESTERLY, 2009, v. 3).

Alguns autores postulam que os recursos intangíveis são os principais direcionadores do desempenho empresarial. (AMADIEU; VIVIANI, 2010; BOJ; RODRIGUEZ-RODRIGUEZ; ALFARO-SAIZ, 2014; KUMAR, 2009; LOW; LEE, 2014; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015; ZIGAN, 2013). Essa constatação corrobora os pressupostos da VBR, posto que, devido ao fenômeno da ambiguidade causal, inerente aos recursos intangíveis, torna-se

¹ A autora desta pesquisa considera que os recursos intangíveis são sinônimos dos ativos intangíveis. (BARNEY, WRIGHT; KETCHEN JR., 2001; DUMITRESCU, 2012; KAYO et al., 2006). Entende-se que a nomenclatura distinta decorre da interpretação de diferentes áreas do conhecimento. Enquanto a área de estratégia reconhece os recursos intangíveis, as áreas de finanças e contabilidade mencionam os ativos intangíveis. (KAYO et al., 2006). Embora a contabilidade empresarial mensure apenas parte dos recursos intangíveis, somente o que a mesma reconhece como ativos intangíveis, segundo princípios contábeis estabelecidos, alguns autores consideram essas nomenclaturas como sinônimos. (ANTUNES; MARTINS, 2002). Para fins de conceituação, entende-se que os recursos intangíveis são aqueles ativos ou competências que constituem-se basicamente de informação e de conhecimento. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000; HALL, 1993).

difícil identificar e isolar tais recursos e mensurar o desempenho por eles obtido; logo, dificilmente um concorrente conseguiria decodificar e desenvolver recursos semelhantes àqueles pertencentes a um dado competidor. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000). Por conseguinte, os recursos intangíveis seriam os mais difíceis de serem imitados e substituídos, e possivelmente seriam caracterizados como os mais raros e valiosos, proporcionando assim uma vantagem competitiva e um desempenho superior à organização que os detém. (BRAHIM; ARAB, 2011).

O desempenho organizacional pode ser avaliado através de diferentes modelos presentes na literatura, como o *Tableaux de Bord* (TB), o *Balanced Scorecard* (BSC), o *Performance Prism*, dentre outros. (KAPLAN; NORTON, 1997; NEELY; ADAMS; KENNERLEY, 2002; QUESADO; GUZMÁN; RODRIGUES, 2012). No que se refere à avaliação do desempenho econômico-financeiro, geralmente utilizam-se informações de mercado centradas no valor das empresas (Valor de Mercado, Q de Tobin, dentre outros) e/ou informações contábil-financeiras (Retorno sobre os Ativos (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), dentre outros). (ANTUNES; MARTINS, 2007).

As informações contábil-financeiras das organizações são produtos da contabilidade empresarial, a área responsável pela mensuração e pela evidenciação de informações patrimoniais e de resultado (desempenho) das empresas. A contabilidade empresarial não evidencia elementos classificados como recursos nas demonstrações financeiras, contudo reconhece dois grandes grupos de ativos organizacionais, os quais devem contemplar todos os bens e os direitos das organizações, os ativos tangíveis e os ativos intangíveis. Os ativos tangíveis configuram-se como recursos tangíveis, e os ativos intangíveis, como recursos intangíveis das organizações. (KAYO et al., 2006).

Em se tratando das características dos ativos tangíveis e intangíveis, os primeiros são aqueles que podem ser reconhecidos pelo seu aspecto material e valor monetário específico, como imóveis, veículos, móveis e recebíveis de clientes. No que diz respeito aos ativos intangíveis, há numerosas denominações associadas à sua definição (CHOONG, 2008), as quais tendem a convergir, quanto ao aspecto imaterial, não físico e à ausência de valor monetário específico. (ST-PIERRE; AUDET, 2011).

1.2 LACUNA TEÓRICA

Haja vista as características elencadas anteriormente - aspecto imaterial, não físico e ausência de valor monetário específico – os ativos intangíveis tornam-se elementos de difícil

mensuração e apropriação, sejam eles relacionados ao capital humano, relacional, intelectual e/ou organizacional. (AMADIEU; VIVIANI, 2010; CHEN; DANBOLT; HOLLAND, 2014). Mesmo assim, esses ativos despertam grande interesse dos gestores empresariais e dos teóricos em administração, tanto pelo volume de investimentos realizados pelas empresas nesses ativos – o qual geralmente supera o investimento em ativos tangíveis, principalmente para empresas prestadoras de serviços – quanto pela diferença existente entre o valor de mercado e o valor contábil das companhias de capital aberto, o que revela que grande parte do valor das empresas está relacionado aos seus ativos intangíveis. (LEV, 2005, v. 2; PEREZ; FAMÁ, 2006).

Segundo Kayo et al. (2006), os recursos intangíveis e os ativos intangíveis podem ser considerados como sinônimos. Na área de estratégia, os ativos intangíveis são reconhecidos como recursos estratégicos, conforme prevê a VBR. Já para as áreas de Finanças e Contabilidade, dedicadas à mensuração e à avaliação do desempenho organizacional, dentre outras temáticas de interesse, os ativos intangíveis têm características próprias. Para a área de Finanças, um ativo intangível é o resultado de benefícios futuros, ou seja, a soma de lucros econômicos projetados, descontados a uma taxa de risco apropriada. Já para a Contabilidade, um ativo pode ser classificado como intangível se for identificável, controlável, gerador de benefícios econômicos futuros e se o seu custo for mensurado de forma confiável. (KAYO et al., 2006; COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC), 2010).

O entendimento que as áreas de Finanças e Contabilidade – assim como outras áreas de conhecimento – têm sobre os ativos intangíveis parece ser diferente da interpretação que os autores da VBR sustentam sobre os recursos intangíveis. Entretanto, os teóricos tendem a convergir para um ponto em comum, o qual é de extrema importância: a criação de valor de forma sustentada. A posse de recursos valiosos, raros e difíceis de serem imitados e substituídos pode levar à geração de retornos anormais (desempenho acima do mercado), o que contribui para a formação do valor da empresa. (GAMBARDELLA; PANICO; VALENTINI, 2015; KAYO et al., 2006; MILLER; XU; MEHROTRA, 2015).

Dada a influência dos recursos intangíveis no desempenho organizacional, estudos como os de Ang e Wight (2009), de Frank e Obloj (2014) e de Krause, Semadeni e Withers (2016) foram desenvolvidos com o objetivo de explorar a relação entre um tipo de recurso/ativo intangível (reputação corporativa, capital humano) e o desempenho organizacional. Contudo percebe-se que há uma carência de pesquisas que contemplem um conjunto de recursos intangíveis, que considerem mais de uma organização como unidade de análise, que contemplem dados longitudinais, que utilizem uma abordagem multidisciplinar e

que explorem como (de que forma) esses recursos geram valor. (BRAHIM; ARABI, 2011; CHEN; DANBOLT; HOLLAND, 2014; MOLLOY et al., 2011; ZIGAN, 2013). Depreende-se então que a ausência de estudos que envolvam tais informações impossibilita que o entendimento da relação entre os recursos estratégicos e o desempenho organizacional, preconizada pela VBR, avance, representando uma lacuna teórica a ser preenchida.

Acredita-se que parte da carência na operacionalização dos recursos intangíveis pode ser justificada pelas limitações da contabilidade em mensurar e em evidenciar esses elementos, pela escassez de dados secundários de cunho contábil-financeiro das empresas de pequeno e de médio porte, bem como pela possibilidade de as sociedades anônimas de capital aberto divulgarem ao mercado apenas as informações compulsórias sobre o seu patrimônio e o seu desempenho. (BRASIL, 2007; COHEN 2005; PEREZ; FAMÁ, 2006; TSAI; LU; YEN, 2012).

Mesmo sendo possível divulgar apenas informações compulsórias, tem-se observado alguns avanços por parte das empresas de capital aberto, como as instituições financeiras, no que concerne à disponibilização voluntária de informações, visando à maior transparência e à redução de assimetria informacional entre a gestão das organizações e o mercado – sendo este último compreendido por acionistas, clientes, governo, sociedade, dentre outros *stakeholders*. (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC), 2016; RODRIGUEZ; MACAGNAN, 2016).

A disponibilização voluntária de informações e o aprimoramento na governança corporativa das instituições financeiras possibilitam avançar em relação a algumas limitações empíricas, discutidas anteriormente: a) considerar uma amostra de empresas; b) utilizar dados longitudinais; c) estudar um conjunto de recursos intangíveis; e d) dentre outras, contribuindo no entendimento da relação entre os recursos estratégicos e o desempenho organizacional.

1.3 PROBLEMA DE PESQUISA

A evolução nos instrumentos e nos mecanismos de governança corporativa torna viável a obtenção de informações sobre os investimentos em recursos intangíveis realizados pelas instituições financeiras de capital aberto, estabelecidas no Brasil, de forma longitudinal. A obtenção dessas informações propiciaria analisar, à luz da VBR, se os investimentos realizados geraram recursos raros, valiosos e difíceis de serem imitados e substituídos, isto é, se os investimentos resultaram em recursos estratégicos, os quais influenciam positivamente no desempenho organizacional. (BARNEY, 1991).

Conforme mencionado anteriormente, os teóricos afirmam que os recursos intangíveis configuram-se como os principais direcionadores do desempenho organizacional. (BOJ; RODRIGUEZ-RODRIGUEZ; ALFARO-SAIZ, 2014; LOW; LEE, 2014; ZIGAN, 2013). Em contrapartida, evidenciam-se algumas limitações na operacionalização dos recursos intangíveis, na mensuração do valor desses elementos e na identificação da influência que exercem sobre o desempenho organizacional. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000).

A fim de superar as limitações presente na literatura, os valores dos investimentos em diferentes recursos intangíveis foram considerados como direcionadores (*proxies*) do valor dos recursos intangíveis, e foram relacionados com o desempenho das instituições financeiras. Dessa forma, esta pesquisa contribui com a teoria da VBR ao contemplar dados secundários referentes aos investimentos em recursos intangíveis, considerando um conjunto de recursos, diferentes empresas e períodos distintos, avançando em relação às pesquisas que contemplam a análise de um recurso em específico e em relação aos estudos que utilizam-se de classificações baseadas em pesquisas de mercado como *proxies* para o valor dos recursos intangíveis (ANG; WIGHT, 2009; DAVIES ET. AL, 2001; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015).

Como as instituições financeiras são organizações intelectualmente intensivas que divulgam informações voluntárias sobre os investimentos em diferentes recursos intangíveis, optou-se por considerá-las nesta pesquisa, cuja amostra engloba as instituições financeiras de capital aberto, estabelecidas no Brasil. Por conseguinte, o mercado financeiro se mostra como um contexto importante a ser analisado, principalmente considerando-se o período pós-crise *Subprime* de 2008, o qual configura-se como um novo cenário econômico para a atuação das instituições financeiras. (CHEN; DANBOLT; HOLLAND, 2014).

Nessa perspectiva, o problema-objeto desta pesquisa centra-se na análise da relação entre o investimento em recursos intangíveis e o desempenho organizacional, e pode ser resumido pela seguinte pergunta: qual é a influência do investimento em recursos intangíveis no desempenho das instituições financeiras de capital aberto estabelecidas no Brasil?

1.4 OBJETIVOS DA PESQUISA

Elencam-se, nesta etapa, os objetivos que nortearam a pesquisa.

1.4.1 Objetivo Geral

Identificar qual a influência do investimento em recursos intangíveis no desempenho das instituições financeiras de capital aberto estabelecidas no Brasil.

1.4.2 Objetivos Específicos

Listam-se como objetivos específicos do estudo:

- a) identificar os valores dos investimentos em recursos intangíveis realizados pelas instituições financeiras, utilizando dados trimestrais;
- b) analisar o desempenho das instituições financeiras, trimestralmente, utilizando medidas contábil-financeiras e de mercado, centradas no valor;
- c) analisar a relação entre os investimentos em recursos intangíveis e o desempenho das instituições financeiras;
- d) identificar e discutir informações gerenciais disponibilizadas pelas instituições financeiras sobre os investimentos em recursos intangíveis e sobre a relação desses investimentos com as estratégias organizacionais e com o desempenho.

1.5 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

Primeiramente, esta pesquisa se justifica pela contribuição ao principal questionamento da área de conhecimento em estratégia: por que as organizações têm desempenhos heterogêneos? (COSTA; COOL; DIERICKX, 2013; CROOK et al., 2008).

No que é pertinente ao tema de pesquisa, ressalta-se que o mesmo é atual e relevante, tanto pela importância dos recursos intangíveis para as organizações, quanto pelas limitações em realizar pesquisas que contemplem os referidos recursos, que envolvem: a) a complexidade em mensurar o valor dos recursos intangíveis devido às suas características (constituídos de informação e de conhecimento); b) a dificuldade em avaliar a relação entre a posse de recursos intangíveis e o desempenho das organizações; e c) a fraca evidência dos recursos intangíveis nos relatórios divulgados pelas empresas; dentre outras limitações elencadas anteriormente. (BRAHIM; ARAB, 2011; CHEN; DANBOLT; HOLLAND, 2014; CIPRIAN et al., 2012; GAMBARDELLA; PANICO; VALENTINI, 2015; LEV, 2005, v. 2; MILLER; XU; MEHROTRA, 2015; PEREZ; FAMÁ, 2006).

Quanto às empresas contempladas na amostra, a pesquisa se justifica pelo contexto econômico em que essas empresas atuam, bem como pelas suas características. Na última década, os gestores das instituições financeiras, reconhecidas como organizações intelectualmente intensivas, começaram a repensar as suas estratégias, visando desenvolver e manter uma vantagem competitiva em um contexto econômico que tem sido direcionado de uma economia industrial para uma economia do conhecimento. Nesse novo panorama, a riqueza e o crescimento têm sido determinados por recursos intangíveis. (CHEN; DANBOLT; HOLLAND, 2014).

É importante mencionar que as instituições financeiras contempladas nesta pesquisa figuram entre as empresas com maior valor de mercado no Brasil², sendo que três (3) instituições financeiras presentes na amostra ocupam os três (3) primeiros lugares da lista. (SCHAEFER, 2016). Além de serem empresas de grande porte com expressivo valor de mercado, as instituições financeiras atuam em um segmento que tem investido um volume significativo de recursos financeiros em intangíveis nos últimos anos, têm obtido desempenhos recordes e aprimorado a governança corporativa das suas instituições. (LUCRO..., 2016).

A pesquisa contribui ainda para a superação de algumas limitações presentes na literatura, pois envolveu: a) os valores dos investimentos em diferentes recursos intangíveis; b) uma amostra representativa da população de instituições financeiras de capital aberto estabelecidas no mercado brasileiro, atendendo às críticas relacionadas à realização de estudos de caso; e c) dados longitudinais sobre o investimento em recursos intangíveis e o desempenho organizacional.

Além da superação de algumas limitações presentes na literatura e das contribuições teóricas discutidas na análise de resultados, os resultados da pesquisa apresentam algumas implicações gerenciais para as empresas do setor-objeto da pesquisa, visto que colaboram no entendimento de como os investimentos em diferentes recursos intangíveis influenciam no desempenho das instituições financeiras. Acredita-se que os resultados trarão *insights* aos gestores sobre como aprimorar o desempenho das instituições financeiras no ambiente competitivo atual, o qual exige a implementação de estratégias que respondam às oportunidades impostas pelo mercado, utilizando-se de recursos e de capacidades internas à organização. (BOJ; RODRIGUEZ-RODRIGUEZ; ALFARO-SAIZ, 2014).

² Empresas com maior valor de mercado no Brasil: 1º) Itaú; 2º) Bradesco, 3º) Banco do Brasil; 4º) Petrobrás; 5º) JBS; 6º) Vale; 7º) Itaúsa; 8º) BRF Foods; 9º) Ultrapar; 10º) Braskem. Para compor a classificação, a Revista Forbes considera os seguintes elementos: lucro líquido, vendas, ativos e o valor de mercado. (SCHAEFER, 2016).

1.6 ESTRUTURA DA TESE

A discussão da pesquisa está estruturada em seis capítulos, conforme detalhado a seguir. No Capítulo 1, consta a introdução, com a apresentação do tema da pesquisa, a lacuna teórica, o problema, os objetivos e a justificativa da pesquisa. No capítulo seguinte, fundamenta-se o referencial teórico estudado, perpassando as teorias e os conceitos que subsidiaram a discussão proposta. O terceiro capítulo versa sobre o modelo teórico proposto e as hipóteses de pesquisa. No capítulo seguinte, abordam-se os procedimentos metodológicos que foram adotados para a construção da pesquisa. A análise e a discussão dos resultados encontram-se no quinto capítulo, e as considerações finais no sexto capítulo, sucedidas pelas Referências e pelos Apêndices.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo objetiva discutir as teorias que subsidiaram o desenvolvimento da pesquisa proposta. Dessa forma, primeiramente delinea-se a evolução do pensamento em administração estratégica, culminando no entendimento acerca da relevância da análise dos recursos internos à organização como meio para atingir o objetivo central da área de pesquisa, que é entender porque as empresas apresentam desempenhos heterogêneos.

Na sequência, aborda-se o processo evolutivo pelo qual a VBR passou, bem como as limitações presentes nos estudos realizados atualmente. Posteriormente, reflete-se sobre os recursos e os ativos intangíveis, considerando questões conceituais e normativas, a relevância acadêmica e prática na atualidade e as limitações relacionadas à mensuração e à evidenciação desses elementos. Por fim, trata-se também dos aspectos conceituais relacionados à mensuração do desempenho organizacional, à evolução dessa temática de pesquisa e sua relação com os recursos e os ativos intangíveis.

2.1 ADMINISTRAÇÃO ESTRATÉGICA

Alguns autores asseveram que uma revisão das ideias sobre a administração estratégica deve iniciar com a ascensão do planejamento estratégico, por volta da década de 1960. Contudo, a introdução da estratégia no mundo dos negócios ocorreu simultaneamente com a competitividade. Os primeiros estudos em estratégia basearam-se em pressupostos neoclássicos, como os trabalhos de Chandler Jr. (1962) e Ansoff (1965), e foram relevantes pelo racionalismo e pela orientação para o determinismo econômico que os caracterizavam. (WHIPP, 2009, v. 3).

A administração estratégica contextualiza-se como um campo de pesquisa que teve seu surgimento e sua evolução atrelados a algumas áreas do conhecimento, como a economia. De acordo com Faulkner e Campbell (2006), a teoria econômica neoclássica considera suposições restritas, como a tendência dos mercados ao equilíbrio, a maximização do lucro como objetivo e a racionalidade do tomador de decisão, entretanto, esses pressupostos não se aplicam ao contexto empresarial, tornando a análise corporativa, sob essa ótica de análise, irrealista.

Tigre (2005) e Faulkner e Campbell (2006) corroboram ao defender que a teoria neoclássica tradicional têm pouca ou nenhuma relação com a economia atual, mesmo considerando inúmeras tentativas de aperfeiçoar a metodologia utilizada na modelagem

econômica. O foco de interesse dos doutrinadores neoclássicos se relaciona à teoria dos preços e da alocação dos recursos, e a firma – como a empresa costuma ser referenciada pelos economistas – é vista como uma *caixa preta* que utiliza-se de fatores de produção disponíveis no mercado para produzir bens comercializáveis. Sendo assim, os neoclássicos postulam que uma análise interna da firma não é relevante, pois considerando concorrência perfeita e ausência de progresso técnico, a firma, personificada nos seus gestores, teria pouco a fazer. Bastaria então transformar insumos em produtos, através da seleção da técnica de produção mais adequada, para obter os recursos de que necessita no mercado, como trabalho e tecnologia. Nesse cenário, o ambiente competitivo praticamente inexistente, assim como as incertezas. (TIGRE, 2005).

Como uma evolução do pensamento descrito até então, no final da década de 1950, Penrose¹ (2006) promove uma análise da firma, compreendendo sua capacidade em desenvolver estratégias, o que pode ser considerado como um contraponto aos pressupostos defendidos pelos economistas neoclássicos, os quais consideravam que a firma apenas se adaptava ao mercado. Em seu ponto de vista, o crescimento da firma é determinado pelo gerenciamento do conjunto de seus recursos produtivos internos, logo, há uma evolução no entendimento da firma como discricionária, ou seja, como definidora da sua estratégia. A conduta da firma e suas estratégias passam a ser determinadas pelos elementos/recursos internos. Assim, a firma passa a modificar a estrutura do mercado, ao passo que, na teoria econômica neoclássica, a estrutura era quem a regia.

Na década de 1970, o campo de estudo em estratégia recebeu contribuições importantes, com Pettigrew (1973), Mintzberg (1978) e Quinn (1978) como alguns dos autores mais relevantes que, de modo geral, abordaram a implementação de estratégias como processos incrementais e adaptativos. Mintzberg (1978) atentou para as estratégias falhas utilizadas no mundo corporativo, além de descrever que os gestores não têm tempo de pensar estrategicamente, logo muitas decisões são tomadas no dia a dia, quando se tornam necessárias.

Miles e Snow (1978) também colaboraram com a área de pesquisa em estratégia através da classificação dos comportamentos estratégicos das organizações - considerando a atuação dos gestores em resposta aos problemas do ciclo adaptativo (empresarial, engenharia e administrativo) - em: a) prospectores; b) defensores; analistas; e d) reativos.

¹ Originalmente publicado em 1959.

Embora perceba-se uma evolução no pensamento estratégico, apenas no final da década de 1970 a disciplina de administração estratégica adquiriu um caráter mais rigoroso, através de Porter (1979). Michael Porter contribuiu para a consolidação da disciplina e inclusão da mesma em diversos programas da área de gestão. Dada a origem acadêmica do autor, suas abordagens levam em consideração pressupostos da economia industrial, os quais estão presentes, por exemplo, no modelo das cinco forças competitivas da indústria, apontando que os fatores mais importantes de um ambiente industrial determinam o potencial de lucro da indústria. Além de sustentar o referido modelo, o estudioso também ficou conhecido pelo desenvolvimento das estratégias empresariais genéricas (custo, foco e diferenciação), pela análise da cadeia de valor, dentre outras importantes contribuições para a área de administração estratégica. (FAULKNER; CAMPBELL, 2006, PORTER, 1979, 1986, 1989). Em síntese, Porter contribuiu na análise estratégica das empresas, considerando aspectos externos às organizações e características do mercado em que atuam ou que pretendem atuar como determinantes do desempenho organizacional.

Como um contraponto aos modelos que baseiam-se em fatores externos às organizações, Wernefelt (1984) e Rumelt (1984) abordaram a gestão estratégica de elementos internos à organização, os quais podem propiciar o desenvolvimento de uma vantagem competitiva e de um desempenho superior. Nesse sentido, convém referir que parte dos pressupostos apresentados por Wernefelt (1984) e Rumelt (1984) já haviam sido discutidos por Penrose, no final da década de 1950.

Mais adiante, no final da década de 1980, surgiram as primeiras contribuições sobre a intenção estratégica das organizações e sobre as *core competencies*, no início da década seguinte. (HAMEL; PRAHALAD, 1989, 2012; PRAHALAD; HAMEL, 1990).

Salienta-se que as ideias de Wernefelt (1984) não tiveram grande aceitação pela audiência na época, possivelmente por não ter explicitado alguns conceitos inerentes à proposta teórica, como Wernefelt (1995) descreve em um artigo publicado onze anos após o primeiro. Barney (1991), por sua vez, desenvolveu alguns conceitos inerentes à análise dos elementos internos, denominados recursos estratégicos, disseminando a Visão Baseada nos Recursos (VBR) na área de estratégia.

Atualmente, existem algumas abordagens concorrentes no campo de pesquisa em administração estratégica, as quais convergem em um dos seguintes pressupostos: a) análise interna da organização, contemplando recursos, capacidades, conhecimento, competências, entre outros elementos; ou b) análise externa à organização, considerando o posicionamento

estratégico da organização, as características da indústria, do mercado, dentre outros elementos.

Villalonga (2004) e Kumlu (2014) argumentam que os modelos clássicos em estratégia, que centram sua análise nos fatores externos à empresa, não conseguem explicar por que as organizações presentes em uma mesma indústria têm desempenhos heterogêneos. Entendendo que o questionamento apresentado é relevante e que a gestão dos recursos internos configura-se como uma das principais estratégias para a obtenção e a manutenção de uma vantagem competitiva na atualidade, esta pesquisa tem como pressuposto, no que se refere às teorias em administração estratégica, a análise dos recursos internos à organização e a VBR como principal fio condutor. (CHADWICK; SUPER; KWON, 2015; MITRA; NEALE, 2014).

Em se tratando especificamente dos recursos intangíveis, elementos-chave na discussão proposta, configuram-se como elementos mais complexos que os recursos tangíveis, além de serem aqueles que se destacam na geração e na manutenção de uma vantagem competitiva sustentável, tanto pelas suas características (constituídos de informação e conhecimento), quanto pelo seu caráter estratégico (raros, valiosos e difíceis de serem imitados e substituídos). (BARNEY, 1991; FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000).

2.2 VISÃO BASEADA NOS RECURSOS (VBR)

A análise dos recursos internos à organização foi introduzida primeiramente por Penrose (2006), conforme exposto na seção anterior. Já a VBR como uma perspectiva que identifica os recursos internos da organização como os direcionadores de uma vantagem competitiva foi cunhada por Wernefelt (1984) e Rumelt (1984). Os autores precursores da VBR, dentre outros estudiosos, aceitam a premissa de que o desempenho da organização é determinado por recursos tangíveis e intangíveis que são raros, valiosos e difíceis de serem imitados e substituídos. (BARNEY, 1991; ZIGAN, 2013).

Diversos autores contribuíram para a consolidação e a disseminação da VBR. Com o objetivo de compreender a evolução da VBR e as preocupações atuais dos teóricos desse campo de estudo, apresenta-se, nos Quadros 1, 2 e 3, um resumo dos principais autores e de suas contribuições. Na sequência, especificam-se as contribuições em cada um dos estágios, denominados por Barney, Ketchen Jr. e Wright (2011) como: a) introdução; b) crescimento; e c) maturidade.

Quadro 1 – Ciclo de Vida da Visão Baseada nos Recursos (VBR) – Introdução

Autor e Data	Contribuição Principal
Estágio de Introdução	
Penrose (1959)	Teorizou sobre como os recursos da firma influenciam o seu crescimento; em particular, que o crescimento é restrito quando os recursos são inadequados.
Lippman e Rumelt (1982)	Explicaram os conceitos de inimitabilidade e de ambiguidade causal, conceitos-chave da VBR.
Wernerfelt (1984)	Enfatizou que os gestores devem focar-se nos recursos da firma, mais que nos seus produtos. Cunhou a VBR.
Barney (1986)	Teorizou sobre como a cultura organizacional pode se configurar como um recurso que gera uma vantagem competitiva sustentável.
Dierickx e Cool (1989)	Desenvolveram a noção de que os recursos são especialmente úteis quando recursos substitutos não estão disponíveis.
Barney (1991)	Apresentou e desenvolveu os princípios da VBR. Definiu recursos estratégicos e suas características (valiosos, raros e difíceis de serem imitados e substituídos).
Harrison et al. (1991)	Destacaram o valor dos recursos e a sinergia entre os recursos no contexto de diversificação.
Castanias e Helfat (1991)	Caracterizaram os CEOs como recursos que possuem qualidades e habilidades relacionadas à empresa, à indústria, bem como habilidades em geral.
Fiol (1991)	Propôs que a identidade organizacional é uma competência-chave que pode gerar uma vantagem competitiva.
Conner (1991)	Contrastou a VBR com a Economia Industrial, a fim de demonstrar que a VBR foi desenvolvida como uma teoria da firma.

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Barney, Ketchen Jr. e Wright (2011).

Constata-se que o estágio de introdução caracteriza-se pelo início da construção teórica da VBR e pela incorporação dos conceitos-chave inerentes à essa visão. Iniciando com a discussão dos elementos internos à organização como direcionadores do crescimento organizacional (PENROSE, 1959), os demais autores apresentados agregaram contribuições teóricas, com a finalidade de construir os fundamentos da VBR e disseminá-la no campo de pesquisa em estratégia.

Quadro 2 – Ciclo de Vida da Visão Baseada nos Recursos (VBR) – Crescimento

Autor e Data	Contribuição Principal
Estágio de Crescimento	
Mahoney e Pandian (1992)	Delinearam a VBR, relacionando as suas distintivas competências, a organização econômica e a teoria econômica industrial.
Kogut e Zander (1992)	Introduziram o conceito de <i>combinative capabilities</i> , enfatizando a importância do recurso denominado conhecimento.
Amit e Schoemaker (1993)	Separaram o construto denominado: recursos, em recursos e capacidades.
Peteraf (1993)	Delineou as condições nas quais a vantagem competitiva pode surgir.
Hart (1995)	Introduziu e desenvolveu os conceitos de um subproduto da VBR denominado: <i>Natural Resource Based View</i> (NRBV).
Grant (1996)	Articulou a <i>Knowledge Based View</i> (KBV) como um subproduto da VBR.
Miller e Shamsie (1996)	Testaram a relação entre recursos e desempenho. O estudo venceu o <i>Academy of Management Journal's Annual</i> .
Conner e Prahalad (1996)	Identificaram situações nas quais o uso de argumentos baseados em oportunismo e em conhecimento podem conduzir a predições opostas, considerando a atividade econômica da organização.
Oliver (1997)	Teorizou sobre como a junção da VBR e da teoria institucional podem melhor explicar uma vantagem competitiva sustentável.
Teece, Pisano e Shuen (1997)	Construíram, através da VBR, ideias que introduziram o conceito de capacidades dinâmicas. Em particular, explicaram que a vantagem competitiva surge da relação entre ativos, processos e caminhos evolucionários.
Coff (1999)	Iniciou a discussão de como o excesso de lucros derivado dos recursos pode ser apropriado pelos <i>stakeholders</i> .
Combs e Ketchen (1999)	Examinaram como reconciliar abordagens concorrentes entre a VBR e a economia organizacional sobre a escolha da forma organizacional.

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Barney, Ketchen Jr. e Wright (2011).

No estágio de crescimento, evidenciam-se a introdução de novos conceitos (como capacidades e conhecimento), diferentes interpretações e o surgimento de ramificações na VBR – *Natural Resource Based View* (NRBV) e *Knowledge Based View* (KBV). Observa-se a evolução dessa abordagem através de sua relação com outras teorias, tais como a teoria institucional, a perspectiva evolucionária, dentre outras, configurando-se como uma abordagem multidisciplinar.

Quadro 3 – Ciclo de Vida da Visão Baseada nos Recursos (VBR) – Maturidade

Autor e Data	Contribuição Principal
Estágio de Maturidade	
Alvarez e Busenitz (2001)	Explicaram as contribuições da VBR para a pesquisa empreendedora e articularam contribuições adicionais.
Priem e Butler (2001a, 2001b) e Barney (2001)	Debateram o uso da VBR como uma teoria de estratégia organizacional.
Wright, Dunford e Snell (2001)	Explicaram as contribuições da Teoria Baseada nos Recursos (TBR) para as pesquisas em gestão de recursos humanos e articularam contribuições adicionais.
Barney, Wright e Ketchen Jr. (2001)	Identificaram o impacto da VBR em diferentes áreas do conhecimento.
Makadok e Barney (2001)	Construíram uma teoria sobre as empresas de informação, considerando o que elas devem enfatizar quando buscam adquirir recursos escassos.
Makadok (2001)	Sintetizou ideias sobre o excesso de lucros oferecidos pela VBR e pela teoria de capacidades dinâmicas.
Lippman e Rumelt (2003)	Iniciaram uma discussão sobre os fundamentos micro da VBR, através da introdução de uma perspectiva de pagamentos.
Ireland, Hitt e Sirmon (2003)	Introduziram o empreendedorismo estratégico, reconhecendo os recursos requeridos para explorar oportunidades, a fim de criar e de sustentar uma vantagem competitiva.
Winter (2003)	Introduziu e explicou o conceito de capacidades de ordem superior.
Gavetti (2005)	Elaborou uma teoria acerca das microfundações das capacidades dinâmicas, enfatizando os papéis de cognição e hierarquia.
Foss e Foss (2005)	Construiu pontes conceituais entre a Teoria Baseada nos Recursos (TBR) e a teoria de direitos de propriedade.
Teece (2007)	Especificou a natureza e as microfundações das capacidades necessárias para sustentar um desempenho organizacional superior, em uma economia aberta e inovadora, com recursos para invenção, inovação e capacidade de manufatura, globalmente distribuídos.
Sirmon, Hitt e Ireland (2007)	Teorizaram sobre os processos ainda inexplorados que residiam entre recursos e desempenho superior.
Armstrong e Shimizu (2007)	Revisaram e criticaram os métodos de pesquisa empregados nos estudos baseados em recursos.
Crook et al. (2008)	Utilizaram uma meta-análise para estabelecer quais recursos estratégicos explicam uma porção significativa da variância no desempenho empresarial.
Kraaijenbrink, Spender e Groen (2010)	Consideraram os méritos das proeminentes críticas à TBR.

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Barney, Ketchen Jr. e Wright (2011).

O estágio de maturidade, por sua vez, é demarcado por uma reflexão acerca dos contornos da VBR, além da realização de contribuições adicionais aos seus fundamentos teóricos. Neste estágio, alguns autores já consideram-na como uma Teoria Baseada nos Recursos (TBR), e não apenas como uma Visão Baseada nos Recursos (VBR).

Dada a grande produção de estudos sobre a VBR, tornou-se viável desenvolver meta-análises acerca dos resultados obtidos, como a desenvolvida por Crook et al. (2008), os quais

comprovaram a relação entre recursos estratégicos e desempenho considerando 125 estudos diferentes e aproximadamente 30 mil organizações. Também tornaram-se mais frequentes as críticas à VBR, contribuindo para a reflexão e o aprimoramento das pesquisas que investigam ou que têm interesse em investigar os recursos organizacionais. (CHADWICK; SUPER; KWON, 2015).

Percebe-se ainda que os autores presentes no estágio de maturidade devotaram a sua atenção aos recursos intangíveis, bem como aos principais direcionadores de desempenho das organizações na atualidade, denominados: informação e conhecimento. (GAVETTI, 2005; MAKADOK, 2001; MAKADOK; BARNEY, 2001; TEECE, 2007). O reconhecimento da importância dos elementos informação e conhecimento, por parte da academia, enaltece a relevância de se estudar os recursos intangíveis, pois os recursos intangíveis estão intimamente relacionados a esses elementos. (DUMITRESCU, 2012).

Além da importância dos recursos intangíveis, alguns teóricos do estágio de maturidade abordaram as limitações dos estudos que operacionalizaram os recursos organizacionais. Dentre elas, pode-se descrever a utilização de um recurso em específico como variável dependente do desempenho organizacional. Para alguns autores, essa característica revela-se como uma limitação, visto que as empresas utilizam uma gama de recursos em suas atividades, e assim um recurso intangível não deveria ser analisado isoladamente, pois pode influenciar o desempenho de outros recursos – fenômeno caracterizado como ambiguidade causal. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000; MAKADOK, 2001; NEWBERT, 2007; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015).

2.3 RECURSOS INTANGÍVEIS

Os recursos organizacionais podem ser classificados como tangíveis ou intangíveis. Os recursos tangíveis contemplam todos os itens físicos que uma organização possui, como matéria-prima e equipamentos. Os intangíveis, por sua vez, compreendem todos os elementos que geralmente não são evidenciados nos relatórios contábeis, como a cultura organizacional, a reputação e os controles internos. (CARMELI, 2004).

Contribuindo para a caracterização dos recursos, Barney, Wright e Ketchen Jr. (2001) descrevem que os recursos e as capacidades presentes na VBR podem ser vistos como um conjunto de ativos tangíveis e intangíveis, incluindo as habilidades dos gestores, os processos, as rotinas organizacionais, a informação e o conhecimento controlados pela organização.

Dado o fato de que a informação e o conhecimento estão crescendo drasticamente, o ambiente de negócios tem dado mais importância aos recursos intangíveis. Da mesma forma, a academia tem atentado à temática, o que se confirma pelo volume de publicações na área. (DUMITRESCU, 2012). Mohr e Batsakis (2014) comprovam o exposto, afirmando que os recursos intangíveis, tais como: marcas, listas de clientes, patentes, conhecimentos e habilidades são aqueles que atendem aos pressupostos dos recursos estratégicos preconizados por Barney (1991) – raros, valiosos e difíceis de serem imitados e substituídos – e desempenham papel central na explicação da vantagem competitiva das empresas.

Alguns autores asseveram que a intangibilidade dos recursos e ativos está relacionada à inexistência física e à incapacidade de tocá-los, considerando a origem da palavra tangível, *tangere* e *tango*, do latim, em que a primeira significa tocar, e a segunda, perceptível ao toque. Todavia, trata-se de uma descrição simplista e incompleta, já que uma empresa pode possuir diversos ativos que não podem ser tocados, como por exemplo, créditos fiscais e despesas pagas antecipadamente, os quais não são considerados como ativos intangíveis. Dessa forma, somente a inexistência corpórea não caracterizaria tais elementos. (PEREZ; FAMÁ, 2006).

Hall (1993) menciona que os recursos intangíveis podem ser classificados como ativos ou competências. Como ativos intangíveis, inclui a propriedade intelectual de patentes, as marcas comerciais, os direitos autorais, os projetos registrados e a reputação corporativa. No que se refere às competências, exemplifica o *know-how* dos funcionários, dos fornecedores, dos distribuidores e a cultura organizacional. Propõe ainda uma classificação dos recursos intangíveis, considerando algumas características, o que envolve as seguintes categorias:

- a) capacidades que configuram a posse por parte da organização, como por exemplo, as patentes, e capacidades que englobam a competência para desenvolver determinada atividade, como o *know-how*;
- b) recursos intangíveis que são dependentes das pessoas, como a reputação corporativa, e recursos intangíveis que independem das pessoas, como por exemplo, as bases de dados;
- c) recursos intangíveis que podem ser protegidos por legislação, como a marca comercial, e recursos intangíveis que não podem ser protegidos por legislação, como as redes organizacionais.

Para Fernández, Montes e Vásquez (2000), os recursos intangíveis são elementos que constituem-se, basicamente, de informação e de conhecimento. À vista disso, construíram uma tipologia para os recursos intangíveis, cuja base é a classificação desenvolvida por Hall (1993), no que concerne aos recursos que são dependentes das pessoas, e aqueles que delas independem – segunda categoria apresentada no parágrafo anterior. Essa tipologia está presente no Quadro 4, conforme exposto a seguir.

Quadro 4 – Tipologia dos Recursos Intangíveis

Recursos Intangíveis	Categoria	Componentes	Mecanismos de Apropriação
Dependentes das Pessoas	Capital Humano	Conhecimento Genérico Conhecimento Específico	Contratos
Independentes das Pessoas	Capital Organizacional	Normas e Diretrizes Bases de Dados Rotinas Organizacionais Cultura Organizacional Acordos de Cooperação	Ambiguidade Causal Estabilidade dos Acordos de Cooperação
	Capital Tecnológico	Patentes Segredos Comerciais Desenhos e Modelos Industriais Direitos Autorais	Mobilidade Imperfeita
	Capital Relacional	Reputação Marcas Nome comercial Lealdade Relações de Longo Prazo Canais de Distribuição	<i>First-mover advantages</i>

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Fernández, Montes e Vásquez, (2000).

Considerando a importância em mensurar e em reconhecer o valor dos recursos intangíveis, discutem-se a seguir seus mecanismos de apropriação - elementos presentes na quarta coluna do Quadro 4. Iniciando pelos contratos, Fernández, Montes e Vásquez (2000) relatam que a perda de um dado capital humano pode impactar significativamente no desempenho da organização, principalmente se o colaborador possuir um conhecimento pessoal (inseparável) valioso. Dessa maneira, algumas empresas, principalmente as de alta tecnologia e de serviços, têm formalizado contratos que buscam assegurar a permanência de colaboradores estratégicos, configurando-se como um mecanismo de apropriação desses recursos. Cohen (2005) contribui nesse aspecto, afirmando que o grau de propriedade dos recursos intangíveis é um elemento importante, dado que a organização não possui a

inteligência e os conhecimentos dos gestores e dos colaboradores – recursos que deixam a empresa, todo dia, no final do expediente.

Para o entendimento do próximo mecanismo de apropriação, denominado como ambiguidade causal, deve-se compreender que os recursos intangíveis baseados em conhecimento tácito têm como subsídio as rotinas e a cultura organizacional, que são o contexto para a atuação dos indivíduos, em uma estrutura social que contém ferramentas e tecnologias específicas. Por conseguinte, torna-se difícil para a organização mensurar o valor desses recursos, bem como discernir qual deles está propiciando uma vantagem competitiva e, conseqüentemente, dado desempenho. Teoricamente, essas características impossibilitam que um concorrente decodifique recursos intangíveis de seu interesse e desenvolva-os. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000).

Acerca da estabilidade dos acordos de cooperação, Fernández, Montes e Vásquez (2000) retratam como contexto as alianças estratégicas e as redes de cooperação entre empresas, cujas relações são estabelecidas a fim de desenvolver tecnologias e de compartilhar informações. Manter alianças estáveis acarreta duas conseqüências relacionadas à mobilidade do conhecimento: a) a estabilidade favorece a criação e a troca de conhecimento entre os membros desta aliança; e b) a estabilidade dificulta a difusão do conhecimento gerado, impedindo os participantes de cooperar com outros membros que não façam parte da aliança.

A mobilidade imperfeita refere-se à incapacidade de desenvolver um mesmo recurso intangível em empresas diferentes e obter o mesmo resultado. Isso se deve ao fato de que o desenvolvimento de um recurso intangível requer um período de tempo substancial, que não pode ser minimizado, salvo se incorrer em altos custos, e é diretamente relacionado à história da empresa (é dependente da trajetória). As habilidades de um gestor, por exemplo, podem ser reconhecidas como um recurso intangível de determinada organização, ao passo que, para uma outra empresa, podem ser disfuncionais, dada a especificidade do conhecimento. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000).

Por fim, o mecanismo de apropriação denominado *first-mover advantages* prevê a vantagem que o inovador tem em relação ao imitador. Fernández, Montes e Vásquez (2000) explicam que os inovadores desfrutam de benefícios, tanto em relação aos custos de promoção e de publicidade, quanto nos aspectos relacionados à distribuição. Enquanto o inovador tem apenas que direcionar seus esforços de marketing para reter os clientes, o imitador deve alocar mais recursos, com o intuito de surpreender e de obter notoriedade.

A discussão dos mecanismos de apropriação dos recursos intangíveis reforça a complexidade inerente à mensuração e à apropriação dos valores provenientes desses

recursos, presentes na literatura. A fim de compreender os critérios de mensuração e de apropriação desses elementos, aborda-se a seguir a aplicação prática dos ativos intangíveis na atualidade.

Os ativos intangíveis têm sua origem atrelada à VBR e são alguns dos elementos reconhecidos contabilmente como bens e direitos das organizações. (MACAGNAN, 2007). A mensuração dos ativos intangíveis apresenta algumas limitações devido ao seu aspecto imaterial e não físico, bem como à sua composição, que envolve informação e conhecimento. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000; ST-PIERRE; AUDET, 2011).

Para a área de Finanças, a mensuração do valor de uma empresa resulta da soma dos seus ativos tangíveis e intangíveis. Dessa forma, a substancial valorização de empresas que se utilizam intensamente dos ativos intangíveis tem mostrado a crescente importância desses ativos na manutenção de vantagens competitivas e, conseqüentemente, dos valores econômicos das empresas. (KAYO et al., 2006). Cohen (2005) confirma o exposto e descreve que a posse de recursos e ativos intangíveis está diretamente relacionada à valorização das empresas de capital aberto, e que esses elementos podem ser denominados como e-capital - conceito que engloba conhecimentos técnicos e organizacionais.

Percebe-se que o interesse pelos ativos intangíveis tem se intensificado nas últimas três décadas, posto que anteriormente a maior preocupação centrava-se nos ativos tangíveis. No início da década de 1990, observou-se um maior distanciamento entre o valor contábil (*book value*/valor patrimonial) e o valor de mercado das empresas, devido a processos de fusões e aquisições entre as empresas, bem como à existência de ativos intangíveis não contabilizados. (LEV, 2005, v. 2; PEREZ; FAMÁ, 2006).

Devido aos pressupostos da contabilidade empresarial – área de conhecimento responsável por mensurar e evidenciar dados patrimoniais e de resultados das empresas - não é possível avaliar alguns recursos intangíveis que as empresas possuem. Na contabilidade, os recursos/ativos intangíveis adquiridos de outras entidades são registrados por seu custo histórico. Sendo assim, o sistema de contabilidade tradicional parece ser deficiente, já que não registra os recursos intangíveis não adquiridos ou desenvolvidos internamente em uma empresa, o que pode afetar a qualidade e o poder preditivo da informação apresentada. (PEREZ; FAMÁ, 2006).

Além disso, para que um elemento seja considerado um ativo intangível, ele deve ser identificável, controlável, gerador de benefícios econômicos futuros, e o seu custo deve ser mensurado de forma confiável. (CPC, 2016). Com isso, o investimento em alguns recursos intangíveis é considerado como despesa, e geralmente não consta individualizado na

demonstração financeira que engloba as receitas e as despesas da organização, em dado período, denominada Demonstração de Resultado do Exercício (DRE), tornando-se viável estudar uma empresa isoladamente, através de um estudo de caso, e obter internamente as informações necessárias para mensurar e avaliar os investimentos e o valor dos recursos intangíveis, o que pode ser visto como uma limitação. (SACUI; SALA, 2012).

À vista disso, Ciprian et al. (2012) entendem que a contabilidade tradicional não provê informações relevantes que possam ser reconhecidas como subsídios para decisões de longo prazo, dado que as empresas competem em uma sociedade em que o valor dos ativos intangíveis representa uma grande parcela do valor de mercado das organizações. Para contribuir no entendimento e na avaliação dessas limitações, torna-se necessário discutir as características dos ativos intangíveis.

No que diz respeito à classificação dos ativos intangíveis, Amadiou e Viviani (2010) descrevem quatro categorias, a saber: capital humano, capital intelectual, capital organizacional e capital relacional, as quais se assemelham às categorias descritas por Fernández, Montes e Vásquez, (2000), constantes no Quadro 4. Já para St-Pierre e Audet (2011) existem três categorias: capital humano, capital relacional e capital estrutural.

Para o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) (2010)², através do Pronunciamento nº 141, os ativos intangíveis podem ser classificados em cinco grupos, além do *goodwill*³, são eles: a) ativos intangíveis relacionados ao marketing; b) ativos intangíveis relacionados aos clientes; c) ativos intangíveis relacionados às artes; d) ativos intangíveis relacionados aos contratos; e e) ativos intangíveis relacionados à tecnologia. Já para o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC)⁴, CPC nº 04, os ativos intangíveis podem ser inseridos em uma das seguintes categorias: a) marcas; b) títulos de periódicos; c) *softwares*; d) licenças e franquias; e) direitos autorais, patentes e outros direitos de propriedade industrial, de serviços e operacionais; f) receitas, fórmulas, modelos, projetos e protótipos; e g) ativos intangíveis em desenvolvimento. (CPC, 2010).

Destaca-se que alguns teóricos consideram a junção do valor econômico das categorias: capital humano (recursos/ativos humanos), capital estrutural (recursos/ativos

² O FASB é uma organização norte-americana, sem fins lucrativos, que tem como objetivo padronizar os procedimentos da contabilidade financeira de empresas com ações cotadas em bolsas de valores, bem como de empresas não governamentais. (FASB, 2010).

³ É um termo de origem inglesa utilizado pela contabilidade financeira para designar o excesso de valor pago na aquisição de uma entidade sobre o valor justo do seu patrimônio líquido. (ANTUNES; MARTINS, 2002; COHEN, 2005).

⁴ O CPC tem como objetivos o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e à uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da contabilidade brasileira aos padrões internacionais. (CPC, 2016).

estruturais) e capital relacional (recursos/ativos de relacionamento) como o capital intelectual da organização. (MACHADO et al., 2013). Outros autores avaliam que o capital intelectual é formado por apenas duas categorias, capital humano e capital estrutural (MARTINEZ-TORRES, 2014) ou que todos os ativos intangíveis compõem o capital intelectual da organização. (LEV, 2001).

Os autores precursores na temática do capital intelectual caracterizam-no como a posse de conhecimento, a experiência aplicada e a tecnologia organizacional, tendo como exemplos: o relacionamento com clientes, as habilidades profissionais, a combinação de ativos imateriais, a matéria intelectual e a capacidade organizacional. (BROOKING, 1997; EDIVINSSON; MALONE, 1998; STEWART, 1998).

Além das características dos ativos intangíveis e categorias de classificação mencionadas, descrevem-se algumas contribuições de Baruch Lev, pesquisador reconhecido internacionalmente pelo estudo dos ativos intangíveis. Um de seus contributos reside na diferenciação entre os ativos físicos e financeiros e os ativos intangíveis. Lev (2005, v. 2) relata que os ativos intangíveis diferem dos demais em pelo menos dois aspectos, os quais influenciam a gestão, a valoração e a evidenciação dos ativos intangíveis. Um dos aspectos é a possibilidade de exclusão parcial. Nesse sentido, explica este primeiro aspecto comparando os benefícios oriundos de ativos físicos e de ativos intangíveis. Enquanto o proprietário de um prédio pode desfrutar, integralmente, dos benefícios provenientes dos ativos físicos, sem compartilhar os benefícios, a propriedade de patentes, as marcas, os processos e os colaboradores, por exemplo, têm duração limitada (exclusão parcial). Essa característica evidencia o risco atrelado ao investimento nos ativos intangíveis, além da dificuldade em mensurar seu valor.

O segundo aspecto abrange a não comercialização. Enquanto os ativos físicos e financeiros são comercializados em mercados competitivos, como as ações, os veículos e os imóveis, os intangíveis não são comercializados em mercados ativos e transparentes, nos quais os preços e o volume das negociações são identificados. (LEV, 2005, v. 2).

Em consonância com algumas ideias de Lev (2005, v. 2), Santos et al. (2006) também contribuem na discussão dos ativos intangíveis, listando algumas características econômicas, apresentadas a seguir. As duas primeiras envolvem vantagens econômicas, e as duas últimas, desvantagens:

- a) não concorrência e capacidade de escala: diferentemente dos ativos físicos e financeiros, os ativos intangíveis não são concorrentes, isto é, eles podem ser utilizados simultaneamente, pois a utilização de um ativo intangível não impacta na

utilização de outro. No que se refere à capacidade de escala, quanto mais os ativos intangíveis forem utilizados, mais ganho a organização teria. Por exemplo, compartilhar conhecimentos individuais dos colaboradores pode gerar conhecimentos inéditos, gerando mais benefícios;

- b) efeitos/externalidades de rede: em redes telefônicas e virtuais, pode-se dizer que os usuários estão fisicamente ligados, então, podem se comunicar com outros usuários através de redes reais. Nesse sentido, os usuários inseridos em uma rede possuem maiores oportunidades de comunicação, o que aumenta o valor da rede. O efeito de rede ocorre quando o benefício de um, por estar na rede, aumenta de acordo com o número de participantes. Os ativos intangíveis apresentam efeitos/externalidades de rede, uma vez que a ampliação da rede de usuários dos ativos intangíveis gera benefícios para todos os usuários inseridos nessa rede;
- c) capacidade de exclusão parcial: conforme comentando anteriormente, à luz de Lev (2005, v. 2), diferentemente dos ativos físicos e financeiros, os ativos intangíveis - propriedade de patentes, marcas, por exemplo – têm duração limitada (exclusão parcial);
- d) riscos inerentes: estudos empíricos têm demonstrado a natureza distorcida do processo de criação, evidenciando o risco inerente a esse processo, bem como dos investimentos em pesquisa e em desenvolvimento. Dessa forma, nota-se o risco atrelado ao investimento em ativos intangíveis, reforçado pela dificuldade em mensurar os benefícios oriundos desses investimentos, ou seja, o impacto dos ativos intangíveis no desempenho organizacional.

Ao analisar os estudos que operacionalizaram os recursos intangíveis, constata-se que alguns avanços têm sido realizados, tanto no que tange à criação de modelos para avaliar o impacto do investimento nesses recursos no desempenho da organização (SILVA et al., 2013), quanto em relação à mensuração do valor dos recursos/ativos intangíveis. (GU; LEV, 2003). Todavia, algumas críticas permanecem, as quais envolvem: a) os recursos intangíveis contemplados; b) as empresas analisadas; c) a metodologia empregada; d) o período de tempo analisado; e e) a carência de uma abordagem multidisciplinar. (BRAHIM; ARAB, 2011; MAKADOK, 2001; MOLLOY et al., 2011; NEWBERT, 2007; SACUI; SALA, 2012; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015).

Além das críticas mencionadas, torna-se interessante pontuar que a contabilidade empresarial tem algumas limitações relacionadas à mensuração do valor dos recursos

intangíveis, tendo uma pequena parcela desses recursos reconhecidos como ativos intangíveis. Esse fato enaltece a relevância em estudar a influência dos investimentos em recursos intangíveis no desempenho organizacional, pois além de analisar a relação entre esses elementos (recursos intangíveis e desempenho), os resultados obtidos podem auxiliar na mensuração do valor dos recursos intangíveis.

Com o propósito de atingir os objetivos que norteiam esta pesquisa, adotou-se a classificação desenvolvida por Kayo (2002) e Kayo et al. (2006), presente no Quadro 5, que contempla recursos/ativos intangíveis cujos investimentos podem ser identificados em demonstrações contábeis e em relatórios gerenciais divulgados pelas instituições financeiras de capital aberto, estabelecidas no Brasil, devido à maior transparência promovida pela gestão dessas organizações.

Quadro 5 – Proposta de Classificação dos Recursos/Ativos Intangíveis

Categorias	Recursos/Ativos Intangíveis
Recursos/Ativos Humanos	<ul style="list-style-type: none"> • conhecimento; talento; capacidade; habilidade e experiência dos empregados; • administração superior ou empregados-chave; • treinamento e desenvolvimento; dentre outros.
Recursos/Ativos de Inovação	<ul style="list-style-type: none"> • pesquisa e desenvolvimento; • patentes; • fórmula secretas; • <i>know-how</i> tecnológico; dentre outros.
Recursos/Ativos Estruturais	<ul style="list-style-type: none"> • processos; • <i>softwares</i> proprietários; • banco de dados; • sistemas de informação; • sistemas administrativos; • inteligência de mercado; • canais de mercado; dentre outros.
Recursos/Ativos de Relacionamento (com públicos estratégicos)	<ul style="list-style-type: none"> • marcas; • logos; • <i>trademarks</i>; • direitos autorais (obras literárias, de softwares e etc.); • contratos com clientes, fornecedores, etc.; • contratos de licenciamento, franquias e etc.; • direitos de exploração mineral, de água e etc.; dentre outros.

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Kayo (2002) e Kayo et al. (2006).

Dentre as informações que podem ser obtidas em demonstrações contábeis e em relatórios gerenciais das instituições financeiras presentes na amostra, podem-se citar os investimentos em: a) treinamento e desenvolvimento dos colaboradores; b) aquisição de

softwares; c) desenvolvimento de *softwares*; d) processamento de dados; e) publicidade e propaganda; f) comunicações; g) relações públicas; e h) publicações.

2.4 DESEMPENHO ORGANIZACIONAL

O desempenho organizacional pode ser mensurado de diferentes formas, considerando como objeto um determinado produto, departamento, processo e o desempenho da organização como um todo. A avaliação de desempenho pode ser subsidiada por medidas objetivas, as quais permitem comparações entre diferentes produtos, departamentos, processos, empresas, minimizando a presença de um possível viés na avaliação, e através de medidas subjetivas, as quais estão sujeitas à percepção de cada avaliador.

A literatura sobre desempenho organizacional apresenta diversos modelos e ferramentas que podem subsidiar o processo de avaliação de desempenho sob os aspectos: a) econômico-financeiro; b) operacional; e c) eficácia organizacional. (BRITO, E.; BRITO, L.; MORGANTI, 2009).

Analisando a evolução histórica da avaliação de desempenho organizacional, pode-se afirmar que um modelo de avaliação de desempenho pioneiro é o *Tableaux de Bord* (TB), o qual foi disseminado a partir do final da década de 1940, nos Estados Unidos. Sob a autoria de engenheiros franceses que buscavam melhorar o processo produtivo e o desempenho organizacional, o TB utiliza-se de indicadores financeiros e não financeiros para a avaliação do desempenho. (QUESADO; GUZMÁN; RODRIGUES, 2012). Outro modelo que emprega indicadores financeiros e não financeiros para avaliação do desempenho organizacional é o *Performance Pyramid*, o qual contempla quatro níveis de objetivos e de medidas, os quais visam assegurar uma relação eficiente entre as estratégias e as operações organizacionais. (CROSS; LYNCH, 1990).

Como uma evolução dos modelos descritos, na década de 1990 surge o *Balanced Scorecard* (BSC), reconhecido como um dos modelos de avaliação de desempenho mais populares, tanto na academia, quanto na prática empresarial. Para Kaplan e Norton (1997, p. 25), o BSC “[...] reflete o equilíbrio entre objetivos de curto e longo prazo, entre medidas financeiras e não-financeiras (sic), entre indicadores de tendências e ocorrências e, ainda, entre as perspectivas interna e externa de desempenho”. Considerando o contexto dessa pesquisa, pode-se inferir que o BSC não é o modelo adequado para a mensuração do valor dos recursos intangíveis, pois traz em sua essência o conceito da era industrial. No BSC, a empresa é vista como uma cadeia de valor, que tem como objetivo desenvolver uma

vantagem competitiva, a qual é resultado do seu posicionamento no ambiente competitivo; portanto, utilizar o BSC para mensurar os recursos intangíveis é como usar um modelo ultrapassado para mensurar *coisas*, elementos atuais. (VELTRI, 2011).

Neely, Adams e Kennerley (2002), por sua vez, defendem a utilização do *Performance Prism*, que trata-se de um modelo holístico que considera três pressupostos principais: a) os gestores não devem concentrar seus esforços para atender ao desempenho esperado de apenas um ou dois de seus *stakeholders*; b) as estratégias, os processos e as capacidades da organização devem estar alinhados e integrados se ela almeja entregar valor aos seus *stakeholders*; e c) a organização e os *stakeholders* devem reconhecer que suas relações devem ter reciprocidade, ou seja, os *stakeholders* devem contribuir para com a organização, da mesma forma que dela esperam algum retorno.

Baseando-se nos pressupostos teóricos inerentes aos modelos descritos – e presentes nos demais modelos para avaliação do desempenho organizacional não contemplados nesta discussão – os acadêmicos e os gestores passaram a adaptar e a desenvolver modelos de avaliação e indicadores de desempenho adequados às diferentes realidades empresariais. Em consonância com tal necessidade, a área de conhecimento em contabilidade têm subsidiado a gestão empresarial com métricas para a avaliação de desempenho, presentes em dois grandes grupos, denominados indicadores financeiros e indicadores não financeiros. Como exemplos de indicadores financeiros, elencam-se: a) o valor dos ativos; b) a rentabilidade do patrimônio líquido; e c) o giro do ativo. No que se refere aos indicadores não financeiros, têm-se como exemplos: a) a satisfação dos clientes e dos colaboradores; e a b) qualidade no atendimento. (SOUZA; BASSO; PIRES, 2011).

Devido à crescente valorização das ações das empresas de capital aberto e o distanciamento entre o valor contábil dos ativos e o valor de mercado das empresas, torna-se relevante analisar o impacto dos investimentos em recursos intangíveis no desempenho organizacional, através de medidas objetivas, relacionadas a dados de mercado centrados no valor das organizações, como o Valor de Mercado, a Valorização das Ações, o Retorno Anormal, o *Market to Book Value* e o Q de Tobin. (LEV, 2005, v. 2).

Como já tratado anteriormente, o desempenho organizacional pode ser avaliado, considerando-se um dado processo, departamento ou produto, contudo o desempenho-objeto desta pesquisa é o desempenho organizacional como um todo, mensurado através medidas objetivas, de cunho econômico-financeiro e de mercado. Deve-se considerar que o resultado do investimento em determinado recurso intangível não deve ser medido isoladamente, pois esse investimento pode influenciar o desempenho de outros recursos e da organização como

um todo – fenômeno caracterizado como ambiguidade causal. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000).

Para mensurar o desempenho, o valor de mercado e o valor dos recursos/ativos intangíveis das organizações, uma medida que tem sido bastante adotada é o Q de Tobin. O Q de Tobin original, desenvolvido por Brainard e Tobin (1968) e Tobin (1969), é obtido através da divisão do valor de mercado das ações mais o valor de mercado das dívidas, pelo valor total de reposição dos ativos de determinada organização. Mesmo necessitando de alguns ajustes para a aplicação no mercado brasileiro, devido à ausência de informações sobre o valor de mercado das dívidas e de reposição dos ativos, configura-se como uma medida bastante interessante, pois permite a comparação com resultados encontrados em outros estudos. (CAIXE; KRAUTER, 2013; CREMA; NOSELLA, 2014).

As adaptações desenvolvidas por Chung e Pruitt (1994) no cálculo do Q de Tobin possibilitaram encontrar um *q aproximado*, através do qual os autores obtiveram resultados bastante próximos aos de Lindenberg e Ross (1981), que aplicaram o *q* teórico de Brainard e Tobin (1968) e Tobin (1969). (FAMÁ; BARROS, 2000; COLAUTO; NOGUEIRA; LAMOUNIER, 2009). Apresenta-se a seguir a Equação 1, proposta por Chung e Pruitt (1994).

$$q = \frac{VMA + VCPC - VCAC + VCE + VCDLP}{AT} \quad (1)$$

Em que:

q = valor aproximado do q de Tobin;

VMA = valor de mercado das ações negociadas na Bolsa de Valores, calculado através da multiplicação do número de ações que a empresa possui pelo valor da cotação da ação;

VCPC = valor contábil dos passivos circulantes da empresa;

VCAC = valor contábil dos ativos circulantes da empresa;

VCE = valor contábil dos estoques da empresa;

VCDLP = valor contábil das dívidas de longo prazo da empresa;

AT = valor do ativo total da empresa.

Gu e Lev (2003) contribuíram para a mensuração do valor dos ativos intangíveis, considerando aspectos relacionados ao desempenho organizacional. Fundamentando-se em pressupostos neoclássicos presentes na teoria de função de produção, construíram um modelo

em que os fatores de produção são os ativos físicos, financeiros e intangíveis que uma organização possui. Dessa forma, o desempenho da organização seria determinado pelos elementos presentes na seguinte Equação 2:

$$\text{Desempenho Econômico} = \text{Ativos Físicos} + \text{Ativos Financeiros} + \text{Ativos Intangíveis} \quad (2)$$

Como consequência, o valor dos ativos intangíveis seria determinado pela dedução algébrica da Equação 2, mais precisamente, através da subtração dos ativos físicos e financeiros do desempenho econômico. O resultado então seria o *Intangible Driven Earnings* (IDEs), como exposto na Equação 3:

$$\text{IDEs} = \text{Desempenho Econômico} - \text{Ativos Físicos} - \text{Ativos Financeiros} \quad (3)$$

Cohen (2005) aborda a mensuração dos ativos intangíveis discutindo seus aspectos econômicos, as regras contábeis que regulamentam os ativos intangíveis e três metodologias de avaliação baseadas na receita, no mercado e no custo. A abordagem baseada na receita proveniente dos ativos intangíveis utiliza fluxos de caixa descontados e avalia o valor presente líquido desses fluxos. A abordagem de mercado considera outros ativos como referência para indicar o valor do ativo de interesse. Já a abordagem do custo leva em conta o custo original para adquirir ou para desenvolver determinado ativo, ou ainda, o custo de reposição desse ativo.

No que se refere aos indicadores contábil-financeiros mais utilizados para medir o retorno sobre os investimentos em recursos intangíveis, como marca, pesquisa e desenvolvimento, publicidade e propaganda, pode-se citar o ROA e ROE. O ROA é obtido através da divisão do lucro líquido pelo total do ativo contábil, e o ROE é mensurado por meio da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido da organização. O primeiro mede o retorno sobre todos os ativos investidos na organização, e o segundo, apenas sobre o capital investido pelos sócios ou pelos acionistas. Por serem indicadores que relacionam o lucro com outras medidas (ativo total e patrimônio líquido), eles permitem relativizar o resultado obtido ao porte da organização, possibilitando a comparação entre diferentes empresas. (MINTZ; CURRIM, 2013; RUST; LEIMON; ZEITHAML, 2004).

Ainda considerando a mensuração e a avaliação do valor dos recursos e dos ativos intangíveis, Crema e Nosella (2014) descrevem algumas metodologias que podem ser adotadas, as quais podem ser divididas em três macrocategorias:

- a) *scorecard methods*: metodologias pelas quais os vários componentes do ativo intangível ou do capital intelectual são identificados e avaliados, através do uso de indicadores diferentes;
- b) abordagem direta do capital intelectual: metodologias que estimam o valor financeiro de cada componente do ativo intangível da organização, individualmente ou por meio de um coeficiente de valor agregado;
- c) métodos que resultam em uma única medida financeira, que mensura todo o ativo intangível de forma agregada, como por exemplo: *Market Capitalization Approach* (MCA), Q de Tobin e ROA.

Tendo em vista as características das diferentes metodologias para a mensuração do desempenho organizacional discutidas, sua relação com os recursos intangíveis e a ausência de consenso sobre qual metodologia ou indicador seria o mais indicado para medir o desempenho organizacional (SILVA; SANTOS, 2015), optou-se por utilizar alguns indicadores como *proxies* do desempenho das instituições financeiras contempladas nessa pesquisa, e são eles: a) valor de mercado; b) valorização das ações; c) retorno anormal; d) *market to book value*; e) Q de Tobin; f) ROA; e g) ROE.

Além de analisar os principais modelos e indicadores utilizados na literatura para mensurar o desempenho organizacional, culminando na escolha dos indicadores empregados como *proxies* do desempenho organizacional nesta pesquisa, é relevante discutir quais são as indagações atuais dos autores que estudam a temática discutida nesta seção. Para atingir esse objetivo, recorre-se ao estudo de Bititci et al. (2012), os quais buscaram entender como a literatura relacionada à medição de desempenho tem evoluído e se desenvolvido em relação às tendências globais e de negócios, além de apresentar os desafios para futuras pesquisas nessa área de conhecimento, através de uma revisão sistemática.

Bititci et al. (2012) traçaram a evolução dos estudos e dos instrumentos utilizados para a medição de desempenho ao longo do tempo, considerando: a) a Gestão da Produtividade (de 1900 a 1940); b) o Controle Orçamentário (de 1930 a 1980); c) a Medição de Desempenho Integrada (de 1970 a 2000); e d) a Gestão de Desempenho Integrada (de 1990 a 2020).

Identifica-se que a evolução descrita pelos autores está em conformidade com o aperfeiçoamento observado nos modelos de avaliação de desempenho discutidos nesta seção, culminando em modelos que contemplam a mensuração e a gestão de desempenho de forma integrada, como: o BSC e o *Performance Prism*. No que tange às indagações atuais dessa área de conhecimento, os autores lançam três desafios, em especial: a) compreender a

medição de desempenho como um sistema social; b) compreender a medição de desempenho como um sistema de aprendizagem; e c) compreender a medição de desempenho em redes autopoieticas.

Os três desafios apontados por Bittici et al. (2012) coadunam com a discussão sobre a relação entre recursos intangíveis e desempenho presente nesta pesquisa, uma vez que os autores postulam que a medição de desempenho deve contemplar aspectos como: aprendizagem, conhecimento, tecnologia, cultura, dentre outros para atender aos desafios propostos, cujos elementos podem ser considerados como recursos intangíveis organizacionais. Essa constatação reforça a relevância das contribuições deste estudo, tanto para a literatura da VBR, quanto para a temática de desempenho organizacional.

3 MÓDELO TEÓRICO

Este capítulo visa concluir a discussão teórica presente no Capítulo 2 e apresentar o modelo teórico e as hipóteses de pesquisa provenientes dessa discussão. Nesse sentido resgatam-se alguns conceitos discutidos anteriormente.

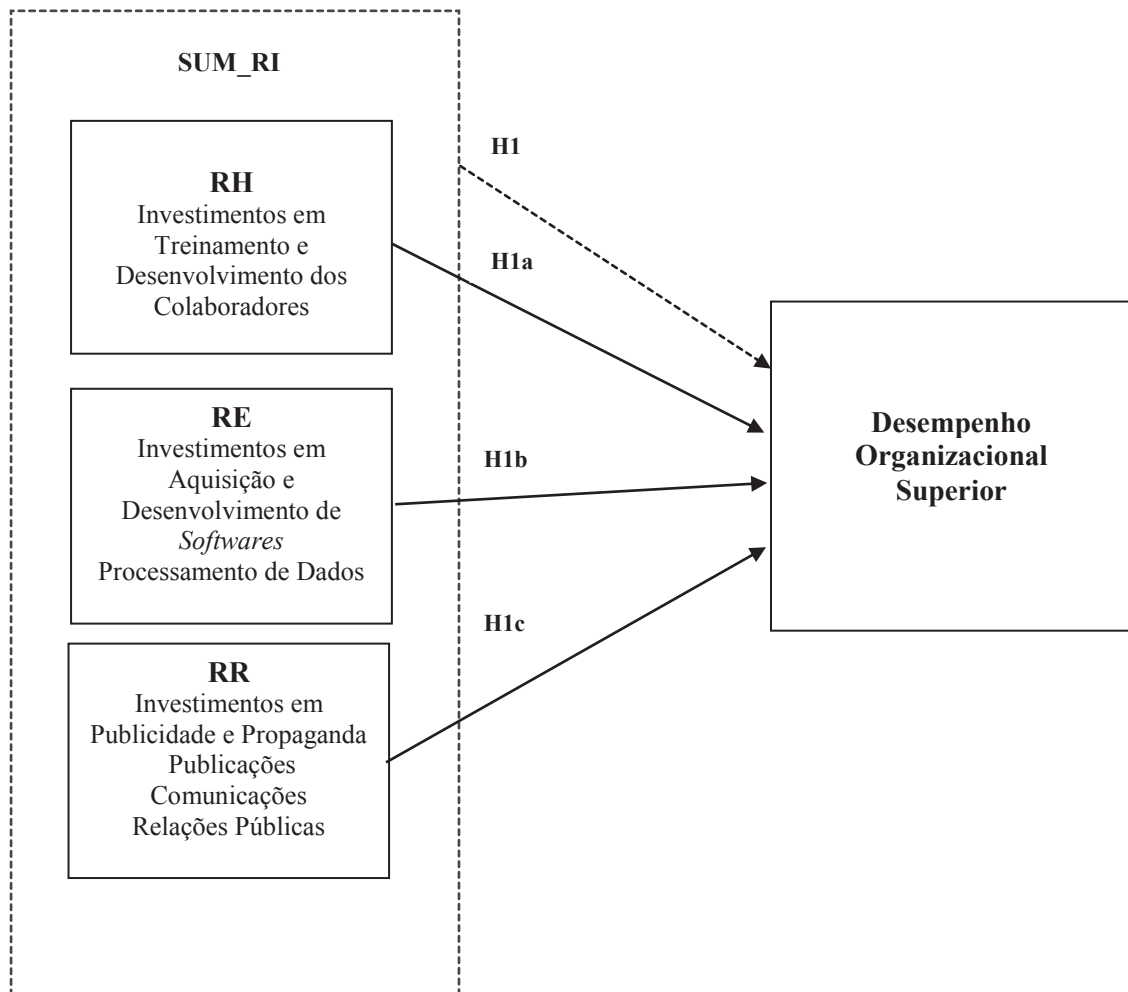
O campo de pesquisa em administração estratégica busca identificar as razões pelas quais algumas organizações têm um desempenho superior a outras. Como consequência, compreender os fatores explicativos para a heterogeneidade no desempenho das empresas configura-se como uma das principais preocupações dos teóricos em estratégia. (COSTA; COOL; DIERICKX, 2013; CROOK et al., 2008).

A VBR, abordagem difundida no campo de pesquisa em estratégia, pressupõe que a posse de recursos estratégicos propicia um desempenho superior às organizações. (BARNEY, 1991). Entendendo que os recursos intangíveis são aqueles cujas características estão diretamente relacionadas à definição dos recursos estratégicos – raros, valiosos e difíceis de serem imitados e substituídos – esta pesquisa investiga a relação entre os recursos intangíveis e o desempenho organizacional. (AMADIEU; VIVIANI, 2010; BOJ; RODRIGUEZ-RODRIGUEZ; ALFARO-SAIZ, 2014; KUMAR, 2009; LOW; LEE, 2014; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015; ZIGAN, 2013).

Considerando a complexidade em mensurar o valor dos recursos intangíveis, por serem constituídos de informação e de conhecimento, atrelada à dificuldade em compreender a relação entre a posse dos recursos intangíveis e o desempenho das organizações e à fraca evidencição dos recursos intangíveis nos relatórios divulgados pelas empresas, pode-se assegurar que existem algumas limitações na operacionalização desses recursos. (BRAHIM; ARAB, 2011; CHEN; DANBOLT; HOLLAND, 2014; CIPRIAN et al., 2012; LEV, 2005, v. 2; PEREZ; FAMÁ, 2006).

Dadas as limitações em operacionalizar os recursos intangíveis, os valores dos investimentos em recursos intangíveis foram considerados como direcionadores (*proxies*) do valor dos recursos intangíveis, e foram relacionados com os indicadores do desempenho organizacional, a fim de compreender como os investimentos em recursos intangíveis influenciam no desempenho das instituições financeiras. Na Figura 1, exibida a seguir, ilustram-se os principais elementos teóricos que compõem esta pesquisa.

Figura 1 – Modelo Teórico



Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Entende-se que a relação entre os investimentos em recursos intangíveis e o desempenho organizacional, discutida e ilustrada na Figura 1, pode ser moderada por elementos que podem potencializar a utilização dos investimentos realizados, e dos recursos gerados como consequência, tais como: a capacidade gerencial em explorar os investimentos em recursos intangíveis e em gerar recursos de alto valor, os investimentos passados realizados pela empresa, os desempenhos históricos da organização, dentre outros. (BRYANT, 2003; CHADWICK; SUPER; KNOW, 2015; MANNOR; SHAMSIE; CONLON, 2016; MARCH, 1991; NDOFOR; SIRMOM; HE, 2015). Contudo esta pesquisa não se propõe a considerar esses elementos como moderadores da relação-objeto de estudo, pois tal análise demandaria um estudo em profundidade sobre as ações de cada uma das empresas estudadas.

Em continuidade à discussão proposta, cabe comentar que alguns estudos, como os de Ang e Wight (2009), de Frank e Obloj (2014) e de Krause, Semadeni e Withers (2016)

exploraram a relação entre um tipo de recurso intangível (reputação corporativa, capital humano) e o desempenho organizacional. Devido à indisponibilidade de informações secundárias acerca dos investimentos e do valor dos recursos intangíveis, bem como pela tendência de os teóricos interessados na análise dos recursos intangíveis realizarem estudos de caso (ZIGAN, 2013), as pesquisas costumam contemplar um recurso intangível como determinante do desempenho organizacional, tendo como limitação o fenômeno da ambiguidade causal, o qual considera a complexidade inerente à mensuração do valor de um recurso intangível isoladamente, bem como a dificuldade em discernir qual recurso está propiciando uma vantagem competitiva e, conseqüentemente, um desempenho em específico. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015).

Com a evolução dos mercados de capitais, as empresas e as instituições atuantes nesses mercados têm buscado implementar novos instrumentos de governança corporativa, os quais possibilitam que as empresas reduzam a assimetria informacional entre a gestão e os demais *stakeholders*, através da divulgação de informações voluntárias. A divulgação de informações voluntárias sobre os investimentos em recursos intangíveis realizada por empresas intelectualmente intensivas, como as instituições financeiras, oportuniza o desenvolvimento de pesquisas que contemplem os investimentos em diferentes recursos intangíveis de forma longitudinal, o que viabiliza suprir a lacuna presente na literatura, identificando como o investimento em recursos intangíveis influencia no desempenho das organizações. Com base no que foi abordado nesta seção, apresenta-se a seguir a hipótese central desta pesquisa:

H₁: Quanto maior o investimento em recursos intangíveis, maior o desempenho organizacional.

O desempenho organizacional pode ser mensurado através de dados contábil-financeiros e de mercado e traduzido em indicadores e em medidas tradicionalmente utilizadas na literatura, como: Valor de Mercado das organizações, Valorização das Ações negociadas em Bolsas de Valores, Retorno Anormal das Ações em relação ao mercado, *Market to Book Value*, Q de Tobin, ROA e ROE, conforme a discussão que se fez presente no capítulo anterior. (CAMARGOS; BARBOSA, 2003; CREMA; NOSELLA, 2014; LEV, 2005, v. 2; MINTZ; CURRIM, 2013; RUST; LEIMON; ZEITHAML, 2004; WAN; YU, 2009).

Além da posse de recursos intangíveis, outros elementos influenciam no desempenho organizacional, logo, precisam ser considerados ao estudar a relação entre os investimentos

em recursos intangíveis e o desempenho. Dentre os elementos existentes, algumas variáveis de controle tradicionalmente utilizadas na literatura foram utilizadas nesta pesquisa, as quais foram adaptadas, considerando as características das empresas pesquisadas, a saber: o Risco, a Alavancagem, o Tamanho, o Grau de Diversificação *versus* Especialização, o Tipo de Controle e a forma de Atuação das instituições financeiras, bem como os efeitos da Crise *Subprime* nos anos de 2008 e 2009. (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA), 2015; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; CHANG; KOGUT; YANG, 2016; MACEDO; BARBOSA, 2009; MACEDO; SANTOS; SILVA, 2006; MERCIECA; SCHAECK; WOLFE, 2007; SANYA; WOLFE, 2011; STIROH; RUMBLE, 2006). Teoricamente, as variáveis Risco e Alavancagem têm uma relação positiva com o desempenho organizacional, diferentemente da variável que considera os efeitos da Crise *Subprime*. Quanto à relação entre Tamanho e Desempenho, existem diferentes interpretações na literatura sobre desempenho organizacional, considerando os estudos que contemplam as instituições financeiras como unidade de análise. Enquanto alguns autores identificaram que os bancos mais eficientes são os menores (CAMARGO; MATIAS.; MERLO, 2004), outros teóricos evidenciaram uma relação positiva entre tamanho e eficiência das instituições financeiras. (MACEDO; SANTOS; SILVA, 2006). No que tange à atuação e ao controle, entende-se que uma instituição financeira mais diversificada, com controle privado e atuante no varejo, teria um desempenho superior às demais. (ALVARENGA, 2014; DAMODARAN, 2004; PERICO; REBELATO; SANTANA, 2008).

O modelo teórico que contempla a discussão proposta e permite testar a hipótese mencionada (H_1) está descrito na Equação 4:

$$DESEMPENHO_{it} = \beta_0 + \beta_1 SUM_RI_{it} + \beta_2 RISCO_{it} + \beta_3 ALAVANCAGEM_{it} + \beta_4 TAMANHO_{it} + \beta_5 DIVERSIFICAÇÃO_ESPECIALIZAÇÃO_{it} + \beta_6 CONTROLE_ATUAÇÃO_{it} + \beta_7 CRISE_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

Portanto, se a relação entre os investimentos em recursos intangíveis e o desempenho organizacional for significativa e positiva, esse investimento propiciou o desenvolvimento de recursos estratégicos. A Hipótese 1 (H_1) considera que o somatório dos investimentos em recursos intangíveis (Variável SUM_RI) influencia positivamente no desempenho organizacional, corroborando os pressupostos teóricos relacionados à presença da ambiguidade causal na relação entre os recursos intangíveis e o desempenho. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015).

Como os dados coletados possibilitam compreender a relação entre os investimentos em cada tipo de recurso intangível e o desempenho organizacional, torna-se oportuno analisar o impacto individual de cada um dos recursos estudados. Sendo assim, optou-se por definir hipóteses que contemplam a relação dos investimentos em recursos intangíveis humanos, estruturais e de relacionamento com o desempenho organizacional, individualmente.

Conforme mencionado anteriormente, a classificação dos Ativos Intangíveis desenvolvida por Kayo (2002) e Kayo et al. (2006) foi utilizada como subsídio teórico. Nesse contexto, o Quadro 6 subsequente contempla a classificação dos investimentos em recursos intangíveis aplicada nesta pesquisa. A coluna denominada Recursos/Ativos Intangíveis explicita, em negrito, os investimentos em recursos intangíveis que estão disponíveis nos relatórios gerenciais e nas demonstrações contábeis das instituições financeiras analisadas.

Quadro 6 – Classificação dos Recursos Intangíveis

Categorias	Recursos/Ativos Intangíveis
Recursos/Ativos Humanos	<ul style="list-style-type: none"> • conhecimento; talento; capacidade; habilidade e experiência dos empregados; • administração superior ou empregados-chave; • treinamento e desenvolvimento; dentre outros.
Recursos/Ativos de Inovação	<ul style="list-style-type: none"> • pesquisa e desenvolvimento; • patentes; • fórmula secretas; • <i>know how</i> tecnológico; dentre outros.
Recursos/Ativos Estruturais	<ul style="list-style-type: none"> • processos; • aquisição de softwares; • desenvolvimento de softwares; • banco de dados; • processamento de dados; • sistemas administrativos; • inteligência de mercado; • canais de mercado; dentre outros.
Recursos/Ativos de Relacionamento (com públicos estratégicos)	<ul style="list-style-type: none"> • marcas; • publicidade, propaganda; • comunicações; • relações públicas; • publicações; • logos; • <i>trademarks</i>; • direitos autorais (obras literárias, de softwares e etc.); • contratos com clientes, fornecedores, etc.; • contratos de licenciamento, franquias e etc.; • direitos de exploração mineral, de água e etc.; dentre outros.

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Kayo, (2002) e Kayo et al. (2006).

Não foram obtidas informações sobre os investimentos em recursos/ativos de inovação realizados pelas instituições financeiras analisadas, tanto através de análise documental dos relatórios gerenciais e das demonstrações contábeis, quanto através de contatos realizados diretamente com os departamentos de Relações com os Investidores (RI).

Acredita-se que a ausência de informações se deve ao ramo de atuação das instituições financeiras, uma vez que o setor bancário/financeiro tem características bastante diferentes das empresas da indústria farmacêutica, por exemplo, as quais investem continuamente em pesquisa e em desenvolvimento. (AMADIEU; VIVIANI, 2010). Também deve-se considerar que a divulgação de informações voluntárias sobre os investimentos em recursos intangíveis está condicionada à interpretação e à categorização, por parte dos profissionais responsáveis pela elaboração das demonstrações contábil-financeiras e demais relatórios; com isso, eventuais investimentos em pesquisa e em desenvolvimento, por exemplo, podem ter sido realizados pelas instituições financeiras, mas não foram evidenciados.

Na sequência, discorre-se sobre as demais hipóteses de pesquisa deste estudo.

Pode-se afirmar que o conhecimento adquirido por um colaborador aumenta a produtividade, a capacidade profissional e o valor de sua contribuição à organização como consequência. O acúmulo de conhecimento de um indivíduo costuma ser caracterizado como *know-how*, o qual pode ser tácito ou explícito. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000).

O *know-how* dos colaboradores e a presença de habilidades superiores dos gestores podem resultar em uma competência única, que distingue uma organização das demais, principalmente entre as organizações que prestam serviços, como as instituições financeiras (DATTA; DATTA-ISKINDAR, 2014; KRAUSE; SEMADENI; WITHERS, 2016). As habilidades individuais dos colaboradores são reconhecidas como uma fonte de vantagem competitiva para as organizações, as quais podem ser desenvolvidas e aprimoradas através de treinamento e capacitação. (MILLER; XU; MEHROTRA, 2015).

Os Recursos Intangíveis Humanos (RH) são caracterizados como aqueles que mais influenciam no desempenho organizacional, direta ou indiretamente, além de serem, dentre os recursos intangíveis, mais duradouros. (HALL 1992, 1993; SAKALAS; LIEPE, 2010; MILLER; XU; MEHROTRA, 2015; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015). Para a administração estratégica, o capital humano é considerado como um elemento-chave para o sucesso da organização. (GAMBARDELLA; PANICO; VALENTINI, 2015).

Portanto, acredita-se que os investimentos em recursos intangíveis humanos podem gerar recursos estratégicos e influenciar positivamente no desempenho das organizações, conforme expõe a Hipótese H_{1a}:

H1_a: Quanto maior o investimento em recursos intangíveis humanos, maior o desempenho organizacional.

Os recursos/ativos estruturais de uma organização compreendem as normas, os procedimentos, as bases de dados, as rotinas, a cultura organizacional, dentre outros. No entendimento de Hall (1993), quando a cultura de uma organização é reconhecida por um alto padrão de qualidade e pela habilidade de reagir diante de desafios, de mudar e de aprender continuamente, ela propicia uma vantagem competitiva à empresa.

Os recursos estruturais também estão relacionados com a informação e o conhecimento que as empresas detêm, configurando-se como elementos que podem proporcionar uma vantagem competitiva na atualidade. (HALL, 1993; FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000). Considerando o contexto das instituições financeiras, a posse de uma base de dados vasta e o desenvolvimento de um sistema eficaz para a análise do risco de crédito podem ser vistos como fontes de vantagem competitiva.

Como as instituições financeiras competem em uma economia baseada no conhecimento, o desenvolvimento de uma comunicação tecnológica (interna e externa) eficiente – plataformas virtuais, internet *banking*, aplicativos – também pode ser considerado como um diferencial competitivo, pois oportuniza que os recursos financeiros sejam disponibilizados ao redor do mundo, instantaneamente. (TSAI; LU; YEN, 2012). Implementar um internet *banking*, por exemplo, constitui uma tarefa complexa que requer alocação adicional de recursos intangíveis e intensiva em conhecimento, dado que o valor dos recursos tangíveis envolvidos é mínimo, se comparado ao valor do conhecimento empregado nessa atividade. (WEIGELT; MILLER, 2013).

As empresas que atuam em serviços são aquelas que mais investem em tecnologia da informação, e as instituições financeiras são aquelas que apresentam o índice de investimento mais elevado, visto que os produtos e os serviços ofertados são diretamente dependentes do uso de sistemas de informação. (FACÓ, 2006).

Nesse contexto, entende-se que os investimentos em recursos intangíveis estruturais podem gerar recursos estratégicos e influenciar positivamente no desempenho das organizações, conforme prevê a Hipótese H1_b, a seguir:

H1_b: Quanto maior o investimento em recursos intangíveis estruturais, maior o desempenho organizacional.

Os recursos/ativos de relacionamento são reconhecidos como fatores-chave para o sucesso das empresas, principalmente para aquelas que atuam no mercado de capitais, cujo valor é dado pelo mercado. Os recursos intangíveis de relacionamento incorporam os seguintes elementos: reputação corporativa, marca, lealdade dos clientes, canais de distribuição, relações de longo prazo com públicos estratégicos, dentre outros, e podem ser definidos como o capital relacional de uma organização, o qual envolve confiança mútua, respeito e amizade, que surgem da interação entre os parceiros. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000; KOHTAMAKI et al., 2012).

Em concordância com os conceitos expostos, Brown e Perry (1994) examinaram diversos estudos que comprovaram a existência da relação entre a reputação corporativa (um dos principais recursos intangíveis) e o desempenho organizacional. Carmeli e Tischler (2005), por exemplo, constataram a existência da relação entre reputação corporativa e desempenho, utilizando as seguintes medidas de desempenho: a) crescimento; b) lucratividade; c) solidez financeira; d) participação de mercado; e f) estimativas de vendas.

Liu et al. (2014) estudaram recursos intangíveis de relacionamento através de mídias sociais e puderam identificar que a celebridade da empresa – característica que tem relação direta com o nível de exposição da empresa em mídias e redes sociais - tem impacto positivo no desempenho organizacional. Vomberg, Homburg e Bornemann (2015), por sua vez, analisaram a relação entre marca e capital humano e desempenho e concluíram que a presença de uma marca forte estimula os colaboradores a usarem o seu *know-how*, influenciando positivamente na lealdade dos clientes e no custo de mudança.

Considerando os pressupostos teóricos discutidos, conjectura-se que os investimentos em recursos intangíveis de relacionamento podem gerar recursos estratégicos e influenciar positivamente no desempenho das organizações, conforme evidencia subsequentemente a Hipótese H1_c:

H1_c: Quanto maior o investimento em recursos intangíveis de relacionamento, maior o desempenho organizacional.

Apresenta-se a seguir o modelo teórico proposto para testar as hipóteses H1_a, H1_b e H1_c:

$$DESEMPENHO_{it} = \beta_0 + \beta_1 RH_{it} + \beta_2 RE_{it} + \beta_3 RR_{it} + \beta_4 RISCO_{it} + \beta_5 ALAVANCAGEM_{it} + \beta_6 TAMANHO_{it} + \beta_7 DIVERSIFICAÇÃO_ESPECIALIZAÇÃO_{it} + \beta_8 CONTROLE_ATUAÇÃO_{it} + \beta_9 CRISE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

No próximo capítulo, especificam-se os procedimentos metodológicos adotados, a fim de atender aos objetivos propostos nesta pesquisa.

4 MÉTODO

Este capítulo concentra-se em delimitar o método que conduziu a pesquisa, o qual pode ser caracterizado como “[...] o conjunto de métodos ou caminhos que são percorridos na busca do conhecimento”. (BOAVENTURA, 2004, p. 129).

Nas próximas seções, descrevem-se os procedimentos metodológicos que foram adotados na construção do estudo.

4.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Como esta pesquisa visa identificar como o investimento em recursos intangíveis influencia no desempenho das instituições financeiras contempladas na amostra, pode ser caracterizada como aplicada, posto que foi projetada para aplicar as suas descobertas a um problema específico. (COLLIS; HUSSEY, 2005).

Na abordagem do problema de pesquisa, foi necessário utilizar evidências qualitativas e quantitativas sobre os investimentos em recursos intangíveis e sobre o desempenho das organizações, caracterizando a pesquisa como qualitativa e quantitativa. No que se refere aos objetivos, pode ser classificada como conclusiva causal já que tem como finalidade identificar a influência dos investimentos em recursos intangíveis no desempenho das instituições financeiras analisadas a partir do modelo teórico adotado e das hipóteses de pesquisa formuladas. (MATTAR, 2014).

Quanto ao tempo compreendido, a pesquisa foi longitudinal, pois contemplou o período entre 2008 e 2015. Inicialmente, tinha-se considerado que poderia compreender o período de 2000 a 2015, a fim de contemplar um número superior de dados para análise, no entanto não foram obtidas informações sobre os investimentos em recursos intangíveis para um número representativo de empresas presentes na amostra em períodos anteriores ao ano 2008. Devido à ausência de informações disponíveis e à presença de um novo cenário econômico mundial a partir do ano de 2008 (após a Crise *Subprime*), optou-se por considerar o período de 2008 a 2015, trimestralmente, nesta pesquisa.

Em relação à coleta dos dados secundários, o método de pesquisa documental foi adotado, com a intenção de reunir informações qualitativas e quantitativas sobre os investimentos em recursos intangíveis, sobre o desempenho das instituições financeiras e demais informações relacionadas às variáveis de controle inclusas nos modelos. Para Gerhardt et al. (2009, p. 69), a pesquisa documental é aquela:

[...] realizada a partir de documentos, contemporâneos ou retrospectivos, considerados cientificamente autênticos (não fraudados) e tem sido largamente utilizada nas ciências sociais, na investigação histórica, a fim de descrever/comparar fatos sociais, estabelecendo suas características ou tendências. Nesse tipo de coleta de dados, os documentos são tipificados em dois grupos principais: fontes de primeira mão e fontes de segunda mão.

No contexto desta pesquisa, os dados podem ser considerados como secundários (fontes de segunda mão), visto que algumas informações de cunho qualitativo e quantitativo foram coletadas em demonstrações contábeis e em relatórios gerenciais das instituições financeiras, e outras foram obtidas em bases de dados públicas e privadas. (SÁ-SILVA; ALMEIDA; GUINDANI, 2009).

4.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A pesquisa contemplou a análise da relação entre os investimentos em recursos intangíveis e o desempenho das instituições financeiras de capital aberto estabelecidas no Brasil, considerando como critério as empresas categorizadas pela Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) como atuantes no segmento financeiro e classificadas como bancos.

Em maio/2015, quando o projeto de pesquisa que originou este estudo foi concluído, as empresas presentes no Quadro 7 a seguir atendiam aos critérios mencionados, totalizando vinte e sete (27) instituições financeiras.

Quadro 7 – População

Empresas	
Alfa Holdings S.A.	Banco Mercantil de Investimentos S.A.
Banco do Estado do Espírito Santo S.A.	Banco Mercantil do Brasil S.A.
Banco ABC Brasil S.A.	Banco Nordeste do Brasil S.A.
Banco Alfa de Investimento S.A.	Banco Pan S.A.
Banco Amazônia S.A.	Banco Patagônia S.A.
Banco Bradesco S.A.	Banco Pine S.A.
Banco BTG Pactual S.A.	Banco Santander S.A.
Banco Daycoval S.A.	Banco Sofisa S.A.
Banco do Brasil S.A.	BRB Banco de Brasília S.A.
Banco do Estado do Pará	Consórcio Alfa de Administração S.A.
Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A.	Itausa Investimentos Itaú S.A.
Banco do Estado do Sergipe S.A.	Itaú Unibanco S.A.
Banco Industrial e Comercial S.A.	Paraná Banco S.A.
Banco Indusval S.A.	

Fonte: Elaborado pela autora, com base em BM&FBOVESPA (2015).

Duas instituições foram excluídas da amostra por configurarem-se como *holdings*¹: a Alfa Holdings S.A. e a Itausa Investimentos S.A. O Consórcio Alfa de Administração e o Banco Mercantil de Investimentos também foram desconsiderados, tanto por atuarem em um segmento específico, quanto pela presença do Banco Alfa de Investimento S.A e do Banco Mercantil do Brasil S.A na amostra pesquisada. O Banco Patagônia S.A. não foi contemplado, no intuito de evitar sobreposição, pois a sua atuação no Brasil é controlada pelo Banco do Brasil S.A. (BANCO DO BRASIL (BB), 2009).

Ao analisar os dados obtidos, algumas instituições tiveram que ser desconsideradas. O Banco BTG Pactual S.A. foi eliminado por conter um número elevado de dados faltantes (*missings*) sobre os investimentos em recursos intangíveis. O Banco Industrial e Comercial (BIC) foi desconsiderado porque apresentou uma distribuição de dados atípica em comparação aos demais bancos, além do fato de ter se tornado uma empresa de capital fechado em outubro/2015, não atendendo aos critérios propostos inicialmente. (BIC, 2015). Por fim, o Banco Mercantil não foi considerado nas estimações porque não pôde ser incluso em nenhuma das categorias² que abrangem as características relacionadas ao controle (público ou privado) e à atuação (varejo nacional, varejo regional e nicho), das instituições em análise.

Como consequência, a amostra pesquisada contempla dezenove (19) instituições financeiras, presentes no Quadro 8. Para auxiliar na compreensão das características de cada instituição financeira, algumas informações sobre o tipo de controle, a forma de atuação e o número de agências bancárias também foram incluídas no Quadro 8.

¹ “As *holdings* são sociedades não operacionais que tem seu patrimônio composto de ações de outras companhias. São constituídas para o exercício do poder de controle ou para a participação relevante em outras companhias, visando nesse caso, constituir a coligação. Em geral, essas sociedades de participação acionária não praticam operações comerciais, mas apenas a administração de seu patrimônio. Quando exerce o controle, a *holding* tem uma relação de dominação com as suas controladas, que serão suas subsidiárias”. (CARVALHOSA, 2009, v. 4, t. 2, p. 14, grifo do autor).

² Três categorias foram criadas, considerando pressupostos teóricos presentes em classificações existentes e características das instituições financeiras. As categorias estão presentes no Quadro 8, na coluna denominada Atuação, e foram descritas na próxima seção. As referidas categorias contemplam: Bancos de Varejo Nacionais, Bancos de Varejo Regionais Públicos e Bancos de Nicho. Como o Banco Mercantil tem controle privado e atua no Varejo, tendo uma participação de mercado inferior aos demais Bancos de Varejo Nacionais, não se enquadra em nenhuma das categorias mencionadas.

Quadro 8 – Amostra da Pesquisa

Empresas	Controle	Atuação	Número de Agências
Banco ABC Brasil S.A.	Privado Nacional com Controle Estrangeiro	Nicho	5
Banco Alfa de Investimento S.A.	Privado Nacional	Nicho	9
Banco Amazônia S.A.	Público Federal	Varejo Regional	124
Banco Bradesco S.A.	Privado Nacional	Varejo Nacional	4.478
Banco de Brasília S.A.	Público Estadual	Varejo Regional	121
Banco Daycoval S.A.	Privado Nacional	Nicho	38
Banco do Brasil S.A.	Público Federal	Varejo Nacional	5.428
Banco do Estado do Espírito Santo S.A.	Público Estadual	Varejo Regional	132
Banco do Estado do Pará S.A.	Público Estadual	Varejo Regional	104
Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A.	Público Estadual	Varejo Regional	536
Banco do Estado do Sergipe S.A.	Público Estadual	Varejo Regional	63
Banco Indusval S.A.	Privado Nacional	Nicho	6
Banco Itaú Unibanco S.A.	Privado Nacional	Varejo Nacional	3.575
Banco Nordeste do Brasil S.A.	Público Federal	Varejo Regional	319
Banco Panamericano S.A.	Privado Nacional	Nicho	2
Banco Pine S.A.	Privado Nacional	Nicho	7
Banco Santander S.A.	Privado Nacional com Controle Estrangeiro	Varejo Nacional	2.655
Banco Sofisa S.A.	Privado Nacional	Nicho	14
Paraná Banco S.A.	Privado Nacional	Nicho	1

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Banco Central do Brasil (BACEN), (2016).

A maioria das instituições financeiras que compõem a amostra são Bancos de Varejo. Os Bancos de Varejo Nacionais são aqueles que possuem um número superior de agências e, com exceção do Banco do Brasil S.A., têm controle privado. Os Bancos de Varejo Regionais têm controle público, Estadual ou Federal, e possuem, em geral, um número de agências

bancárias inferior aos Bancos de Varejo Nacionais, entretanto, algumas instituições financeiras possuem um número expressivo de agências, se comparadas aos demais Bancos de Varejo Regionais, como o Banrisul S.A. Os Bancos de Nicho representam a minoria da amostra, possuem controle privado e, como esperado, dada a sua forma de atuação, têm um número inferior de agências bancárias.

4.3 MODELO EMPÍRICO E VARIÁVEIS

O objetivo central desta pesquisa é identificar como o investimento em recursos intangíveis influencia no desempenho das instituições financeiras apresentadas na seção anterior. Conforme mencionado anteriormente, as Equações 4 e 5 configuram-se como os modelos teóricos-objeto do estudo:

$$DESEMPENHO_{it} = \beta_0 + \beta_{SUM_RI}_{it} + \beta_{RISCO}_{it} + \beta_{ALAVANCAGEM}_{it} + \beta_{TAMANHO}_{it} + \beta_{DIVERSIFICAÇÃO_ESPECIALIZAÇÃO}_{it} + \beta_{CONTROLE_ATUAÇÃO}_{it} + \beta_{CRISE}_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$DESEMPENHO_{it} = \beta_0 + \beta_{RH}_{it} + \beta_{RE}_{it} + \beta_{RR}_{it} + \beta_{RISCO}_{it} + \beta_{ALAVANCAGEM}_{it} + \beta_{TAMANHO}_{it} + \beta_{DIVERSIFICAÇÃO_ESPECIALIZAÇÃO}_{it} + \beta_{CONTROLE_ATUAÇÃO}_{it} + \beta_{CRISE}_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

Antes de discutir a forma como os dados foram tratados, é importante conhecer as variáveis analisadas e o processo de coleta dos dados. As variáveis dependentes, de interesse e de controle presentes nos modelos foram utilizadas na forma de logaritmos. A utilização das variáveis na forma de logaritmos naturais minimiza a presença de heterocedasticidade – fenômeno que ocorre quando a variância dos erros não é constante – além de ser menos sensível à presença de variáveis extremas. (WOOLDRIDGE, 2006).

A maioria dos estudos que explora a relação entre a VBR e o desempenho organizacional utiliza medidas convencionais de desempenho, como Q de Tobin e ROA. (BROMILEY; RAU, 2014). Como resultado da discussão teórica sobre desempenho e do entendimento de que indicadores contábeis e de mercado contemplam o valor dos recursos intangíveis, estabeleceram-se sete (7) variáveis como *proxies* para o desempenho das instituições financeiras, considerando dados de mercado (VALOR_MERCADO, VALORIZAÇÃO_AÇÕES e RETORNO_ANORMAL), dados contábeis e de mercado em

conjunto (Q_TOBIN e MBV) e indicadores contábeis (ROA e ROE). O Quadro 9, a seguir, apresenta as variáveis dependentes de cada modelo.

Quadro 9 – Variáveis Dependentes

Variáveis	Descrição
VALOR_MERCADO	Logaritmo do Valor de Mercado
VALORIZAÇÃO_AÇÕES	Logaritmo da Valorização/Desvalorização das Ações
RETORNO_ANORMAL	Logaritmo da Valorização/Desvalorização das Ações em relação ao Índice Ibovespa (CAMARGOS E BARBOSA, 2003)
Q_TOBIN	Logaritmo do “q aproximado”, segundo a metodologia de Chung e Pruitt (1994)
MBV	Logaritmo do <i>Market to Book Value</i>
ROA	Logaritmo do Retorno sobre os Ativos
ROE	Logaritmo do Retorno sobre o Patrimônio Líquido

Fonte: Elaborado pela autora (2017).

No que se refere às variáveis de interesse, a variável SUM_RI engloba o somatório do valor dos investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH), Recursos Intangíveis Estruturais (RE) e Recursos Intangíveis de Relacionamento (RR). Também foram estimadas variáveis que contemplam os investimentos em cada tipo de recurso, individualmente (RE, RH e RR). As variáveis de interesse mencionadas estão presentes no Quadro 10.

Quadro 10 – Variáveis de Interesse

Variáveis	Descrição
SUM_RI	Logaritmo da Soma dos Investimentos em Recursos Intangíveis (H1)
RH	Logaritmo dos investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (H1a)
RE	Logaritmo dos investimentos em Recursos Intangíveis Estruturais (H1b)
RR	Logaritmo dos investimentos em Recursos Intangíveis de Relacionamento (H1c)

Fonte: Elaborado pela autora (2017).

Considerando-se a classificação de Kayo (2002) e de Kayo et al. (2006), as características e as informações divulgadas pelas instituições financeiras analisadas, os Recursos Intangíveis Humanos (RH) compreendem os investimentos em Treinamento e Desenvolvimento dos Colaboradores; os Recursos Intangíveis Estruturais (RE) abrangem os investimentos em Aquisição de *Software*, Desenvolvimento de *Software* e Processamento de Dados; e os Recursos Intangíveis de Relacionamento (RR) abarcam investimentos em publicidade, propaganda, comunicações, relações públicas e publicações.

Dado o pressuposto teórico de que o investimento em um determinado recurso intangível influencia no desempenho de outro recurso e que, portanto, os investimentos não devem ser analisados isoladamente (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015), a variável SUM_RI foi criada, incorporando o somatório dos investimentos nos três tipos de recursos intangíveis mencionados anteriormente. Considerando a discussão teórica central desta pesquisa (H1, H1a, H1b e H1c), espera-se que as variáveis de interesse (SUM_RI, RE, RH e RR) tenham uma relação positiva e significativa no que diz respeito às variáveis dependentes consideradas como *proxies* para o desempenho das organizações.

Entende-se que o impacto dos investimentos em recursos intangíveis no desempenho organizacional deve ocorrer após o período em que foram realizados. Para examinar esse efeito nas estimações, considerou-se uma defasagem (*lagged effect*) de quatro (4) trimestres para cada uma das variáveis de interesse, pois entendeu-se que esse seria o tempo mínimo necessário para que o investimento em um recurso intangível gerasse recursos estratégicos e, portanto, influenciasse no desempenho das instituições financeiras. Corroborando o exposto, Wooldridge (2012) discutiu um modelo econométrico cujo objetivo é analisar o impacto do investimento em treinamento e desenvolvimento dos colaboradores sobre as taxas de refugos dos produtos e utilizou uma defasagem de um (1) ano para a variável de interesse, denominada treinamento e desenvolvimento. Afirma que deve-se considerar uma defasagem mínima de um (1) ano para observar a referida relação, pois os investimentos em treinamento e o desenvolvimento dos colaboradores produzem efeito, no mínimo, um ano após a realização do investimento.

As variáveis de controle consideradas englobam dados contábeis e de mercado que podem influenciar no desempenho das organizações, são elas: o Risco (Volatilidade no Valor das Ações, Z Score do ROA e Beta), a Alavancagem, o Tamanho (Ativo Total e Receita), o Grau de Diversificação *versus* Especialização, o Tipo de Controle e a Forma de Atuação das instituições financeiras e o impacto da Crise *Subprime* nos anos de 2008 e 2009. As variáveis de controle descritas constam no Quadro 11.

Quadro 11 – Variáveis de Controle

Variáveis		Descrição
RISCO		Logaritmo do Desvio-padrão do valor das ações (RISCO)
		Logaritmo do Z Score do ROA (LEPETIT; STROBEL, 2013) (Z_SCORE)
		Logaritmo do beta (risco sistemático) (BETA)
ALAVANCAGEM		Logaritmo do Índice de capital de Basileia (ANBIMA, 2015)
TAMANHO		Logaritmo do valor total dos ativos (TAMANHO_A)
		Logaritmo do valor total da receita (TAMANHO_R)
DIVERS_ESPEC		Logaritmo do <i>Herfindahl Hirschman Index</i> : Diversificação versus Especialização (MERCIECA; SCHAECK; WOLFE, 2007; SANYA; WOLFE, 2011; STIROH; RUMBLE, 2006)
CONTROLE E ATUAÇÃO	VAREJO_N1	<i>Dummy</i> para Bancos de Varejo Nacionais (Varejo Nível 1)
	VAREJO_N2	<i>Dummy</i> para Bancos de Varejo Regionais Públicos (Varejo Nível 2)
	B_NICHO	<i>Dummy</i> para Bancos de Nicho
CRISE	D_CRISE	<i>Dummy</i> Crise <i>Subprime</i> para os anos de 2008 e 2009
	D_CRISE_08	<i>Dummy</i> Crise <i>Subprime</i> para o ano de 2008
	D_CRISE_09	<i>Dummy</i> Crise <i>Subprime</i> para o ano de 2009

Fonte: Elaborado pela autora (2017).

As variáveis de controle Risco e Tamanho abrangem mais de uma alternativa de obtenção. No que se refere ao risco, duas variáveis consideram dados de mercado (desvio-padrão do valor das ações e o beta) e uma observa dados contábeis (Z Score do ROA). Teoricamente, qualquer uma das três (3) medidas traduz o risco que uma instituição financeira representa, e o mesmo se aplica para a variável de controle Tamanho, levando em consideração o ativo total ou a receita. No tratamento e na análise dos dados, foi possível identificar qual medida obteve o melhor ajuste para ambas as variáveis de controle. No Apêndice A, detalham-se as fórmulas adotadas no cálculo das variáveis dependentes, de interesse e de controle discutidas nesta seção.

Em se tratando das variáveis relacionadas ao Controle e Atuação das instituições financeiras, descreve-se na sequência como foram definidas. A fim de categorizar as instituições financeiras, considerando características como número de agências, controle (público ou privado) e forma de atuação, criaram-se três diferentes categorias: Bancos de

Varejo Nacionais (VAREJO_N1), Bancos de Varejo Regionais Públicos (VAREJO_N2) e Bancos de Nicho (B_NICHO), cuja categorização está presente no Quadro 8, seção 4.2.

Estudos como o de Macedo, Santos e Silva (2006) e de Macedo e Barbosa (2009) utilizam classificações reconhecidas na literatura para categorizar as instituições financeiras, como: a) atacado; b) varejo; c) financiamento; e d) *middle market*. Contudo, as referidas categorias não consideram o tipo de controle das instituições financeiras, sendo necessário empregar variáveis específicas para considerar essa característica. Sendo assim, optou-se por definir categorias, tendo como base os conceitos teóricos inerentes aos estudos mencionados, que contemplem o controle e a atuação das instituições financeiras em uma mesma variável *dummy*.

4.4 COLETA DE DADOS

Para a coleta das informações sobre os valores dos investimentos em recursos intangíveis, as fontes de pesquisa consultadas foram: a) os relatórios gerenciais; b) as demonstrações financeiras padronizadas; e c) as notas explicativas das instituições financeiras contempladas na amostra.

Após a qualificação do projeto de tese que originou este estudo, alguns contatos foram realizados com as instituições financeiras-objeto desta pesquisa, através do departamento de Relações com os Investidores (RI), com o propósito de solicitar informações adicionais sobre os investimentos em recursos intangíveis realizados por essas empresas. Destaca-se que poucos retornos foram obtidos. A grande maioria das respostas indicou a análise dos relatórios e das demonstrações contábeis já divulgados pelas organizações.

Para a obtenção de dados contábeis e de informações qualitativas sobre a divulgação dos investimentos, estratégias e desempenho relacionados aos recursos intangíveis foram utilizados:

- a) os relatórios gerenciais;
- b) as demonstrações financeiras padronizadas;
- c) as informações registradas no banco de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- d) as informações disponibilizadas nos sites das empresas em análise, mais precisamente, no local em que disponibilizam informações aos investidores (RI).

As informações sobre valor de mercado, beta (risco sistemático), receita de intermediação financeira e demais receitas bancárias, variáveis contábeis em geral para cálculo dos indicadores contábeis e de mercado que compõem as variáveis dependentes e de controle (ROA, ROE, Q de Tobin, *Market to Book Value*, Z Score do ROA, Tamanho, dentre outras) foram obtidas na base de dados denominada Economática[®].

No que tange à coleta de informações relacionadas ao valor das ações das instituições financeiras, as cotações históricas divulgadas pela BM&FBOVESPA foram utilizadas. As informações cadastrais das instituições financeiras, disponibilizadas pelo BACEN, compreendendo o número de agências bancárias, o tipo de controle e o segmento de atuação também foram consideradas na definição das variáveis de controle relacionadas ao tipo de controle (público ou privado) e à atuação das instituições financeiras, conjuntamente com classificações teóricas existentes.

4.5 TÉCNICAS PARA TRATAMENTO DOS DADOS

Nesta seção, descrevem-se as técnicas quantitativas e qualitativas empregadas no tratamento dos dados, iniciando-se pelos testes de especificação e validação dos modelos requeridos na análise quantitativa dos dados.

4.5.1 Testes de Especificação e Validação dos Modelos

Como a discussão teórica presente nesta pesquisa pressupõe uma relação de dependência entre os investimentos em recursos intangíveis (variáveis de interesse) e o desempenho organizacional (variável dependente), optou-se pela técnica estatística de regressão linear múltipla para tratamento dos dados. (HAIR et al., 2009). Considerando-se que o estudo envolve as instituições financeiras presentes na amostra ao longo de oito anos, através de informações trimestrais, os dados foram testados no formato de painel e *pooled* (empilhados), utilizando-se como ferramenta os *softwares* estatísticos denominados Eviews[®] e R[®].

A literatura descreve que a utilização dos dados em painel apresenta diversas vantagens, dentre elas: a) fornece maior quantidade de informações, reduz a colinearidade entre as variáveis, propicia maior variabilidade dos dados e mais graus de liberdade, possibilitando uma estimativa mais eficiente; b) considera a heterogeneidade das empresas, permitindo analisar variáveis específicas de cada uma delas; c) permite estudar modelos de comportamento mais complicados; e d) minimiza o viés nas estimações e pode ser

considerado como o meio mais adequado para examinar a dinâmica da mudança, ao estudar repetidas observações em corte transversal. (BALTAGI, 2005; MARQUES, 2000).

A utilização dos dados no formato de painel presume a existência de efeitos *cross-section* (empresas) e de tempo nos dados, pressuposto que foi analisado através dos seguintes Testes para os modelos com Efeitos Aleatórios (EA): *Conventional Lagrange Multiplier* (LM) (BREUSCH; PAGAN, 1980); *Uniformly Most Powerful LM* (HONDA, 1985); *Standardized LM* (BALTAGI; CHANG; LI, 1999; HONDA, 1991; MOULTON; RANDOLPH, 1989) e *Locally Mean Most Powerful*. (KING; WU, 1997). Os referidos testes têm como Hipótese Nula (H_0) a inexistência de efeitos, e como Hipótese Alternativa (H_1), a existência de efeitos *Cross-Section* (CS), Tempo (T) e *Cross-Section* e Tempo (CST). (BALTAGI, 2008; EVIEWS, 2016a). Para os modelos com efeitos fixos, o Teste F para Efeitos Individuais foi realizado, o qual tem como Hipótese Nula (H_0) a ausência de efeitos significativos, e como Hipótese Alternativa (H_1), a presença de efeitos significativos.

Salienta-se que, antes de proceder a estimação dos modelos que possibilitaram atender ao objetivo da pesquisa e testar as hipóteses de pesquisa formuladas, a base de dados foi analisada, tanto em relação aos dados faltantes (*missings*) e às observações atípicas (*outliers*), quanto no que se refere aos pressupostos requeridos pela técnica de regressão linear: a) linearidade das variáveis dependentes em relação às variáveis independentes; b) distribuição normal das variáveis dependentes; c) média dos resíduos igual a zero; d) variância constante dos erros; e) inexistência de autocorrelação entre os termos de erros; f) número de observações superior ao número de parâmetros estimados; e g) variabilidade nos valores das variáveis independentes. (GUJARATI; PORTER, 2011).

Os modelos com dados em painel distinguem-se pela existência de Efeitos Fixos (EF) ou Efeitos Aleatórios (EA). O Teste de Hausman foi aplicado nas estimações, pois permitiu testar a utilização de efeitos fixos e aleatórios nos dados em painel. O referido teste consiste na verificação da existência de correlação entre os erros (e_{it}) e as variáveis explicativas (x_{it}), assumindo que os erros idiossincráticos e as variáveis explicativas não são correlacionados ao longo do tempo, tendo como hipótese nula a opção pelo uso de EA. (GUJARATI; PORTER, 2011).

O painel de dados não é balanceado, uma vez que algumas empresas não divulgaram informações sobre os investimentos em recursos intangíveis em alguns períodos. No que concerne às observações atípicas (*outliers*), as mesmas foram excluídas, pois caracterizavam-se como observações notadamente diferentes das demais. (HAIR et al., 2009). Além de observar a composição dos dados através de gráficos de dispersão e da análise de medidas

estatísticas (média, mediana, máximo, mínimo e desvio padrão), questões inerentes às instituições financeiras contempladas na amostra foram consideradas na análise e na exclusão dos *outliers*, como por exemplo, a existência de patrimônio líquido negativo e demais indicadores atípicos para o Banco Panamericano³ no quarto trimestre de 2010 e o fechamento de capital do Banco Industrial e Comercial (BIC)⁴, em outubro de 2015.

Na análise de multicolinearidade, utilizou-se a Matriz de Correlação de Pearson e o *Teste de Variance Inflation Factors* (VIF) para as variáveis de interesse e de controle. Na análise da Matriz de Correlação de Pearson, geralmente considera-se que uma correlação de até 0,30 é fraca; entre 0,30 e 0,60, trata-se de correlação linear moderada; um resultado entre 0,60 e 0,90 pode ser considerado como uma correlação linear forte; e acima de 0,90, uma correlação linear muito forte. (CALLEGARI-JACQUES, 2003). Gujarati e Porter (2011) avaliam que uma correlação maior que 0,80 representa um problema sério de multicolinearidade. Quanto ao teste de VIF, considera-se que resultados acima de 10 evidenciam indícios de multicolinearidade. (BAUM, 2006).

Com o intuito de analisar magnitudes, a dispersão e a normalidade das variáveis, realizou-se a estatística descritiva dos dados, o que compreende o Teste de Jarque-Bera - o qual considera como hipótese nula, a presença de normalidade e como hipótese alternativa, a ausência de normalidade nas variáveis – a análise das seguintes medidas: a) média; b) mediana; c) máximo; d) mínimo; e e) desvio-padrão e gráficos de dispersão.

Testou-se a presença de Heterocedasticidade nos erros dos modelos através dos Testes de White e Breusch-Pagan Studentized, nos *softwares* Eviews[®] e no R[®], respectivamente, os quais consideram que a aceitação da hipótese nula evidencia a presença de Homocedasticidade, isto é, variância constante dos erros (H_0 : Homocedasticidade; H_1 : Heterocedasticidade).

A existência de autocorrelação dos erros foi testada através do Teste de Breusch-Godfrey, do qual também se espera a aceitação da hipótese nula (H_0 : Ausência de Auto Correlação; H_1 : Existência de Auto Correlação). (GUJARATI; PORTER, 2011). Convém comentar que o Eviews[®] não possibilita a realização dos Testes de White e Breusch-Godfrey com dados em painel. (EIEWS, 2016b). Nesses casos, tornou-se necessário utilizar dados

³ Em 2009, o Banco Panamericano teve 49% do seu capital votante comprado pela Caixa Econômica Federal. As irregularidades contábeis relacionadas às carteiras de ativos registradas no Balanço Patrimonial da instituição financeira tiveram início em 2006 e o impacto das dívidas contratadas e dos ajustes contábeis foram evidenciados nas demonstrações contábeis de encerramento do exercício do ano de 2010, resultando em prejuízo e patrimônio líquido negativo. (BANCO PANAMERICANO, 2010; PF..., 2012).

⁴ O BIC fechou seu capital em 19 de outubro de 2015. Nesse mesmo ano, a instituição financeira foi adquirida pelo *China Construction Bank* (CCB). (BIC, 2015; CCB, 2016).

undated. Adicionalmente o Teste para análise de *Residual Cross-Section Dependence* Breusch-Pagan LM foi efetuado com dados em painel no Eviews[®], além dos Testes de autocorrelação dos erros de Wooldridge; Bera, Sosa-Escudero e Yoon; e Baltagi e Li; no R[®]. A estatística de Durbin Watson também foi reportada, embora alguns autores aleguem que essa medida não deveria ser considerada na análise da autocorrelação dos erros em painel de dados não balanceado. (GUJARATI; PORTER, 2011).

No próximo capítulo, apresentam-se os resultados dos testes de especificação e validação especificados nesta seção.

4.5.2 Técnicas Qualitativas para Coleta dos Dados: Caracterização da Amostra

Com a intenção de caracterizar a amostra pesquisada e contribuir na análise dos resultados obtidos através dos modelos estatísticos, coletaram-se dados qualitativos sobre os investimentos em recursos intangíveis presentes nos relatórios anuais, nas demonstrações financeiras e nas notas explicativas divulgadas pelas instituições financeiras, no encerramento do ano de 2015.

Para auxiliar na análise dos dados e classificar as empresas conforme o reconhecimento que concedem aos ativos e recursos intangíveis, estabeleceram-se três categorias:

- a) Categoria 1: atenção aos ativos e aos recursos intangíveis;
- b) Categoria 2: relacionamento entre os investimentos em recursos intangíveis e as estratégias organizacionais;
- c) Categoria 3: resultado (desempenho) dos investimentos em recursos intangíveis.

A princípio, esperava-se que todas as instituições financeiras divulgassem informações que propiciassem atender à Categoria 1, visto que todas as empresas brasileiras de capital aberto devem reconhecer os ativos intangíveis nas suas demonstrações contábeis, considerando a legislação aplicável às mesmas – Lei nº 11.638/07. “Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 [...]”. (BRASIL, 2007) – e demais normas e recomendações. (CPC, 2010).

Para a coleta das informações que permitiram analisar a aderência das instituições financeiras às categorias descritas, foram utilizadas algumas palavras-chave ao pesquisar os relatórios anuais, as demonstrações financeiras e as notas explicativas. As palavras-chave

foram definidas considerando-se o modelo teórico desenvolvido por Kayo (2002) e Kayo et al. (2006) como subsídio, são elas:

- a) intangível/intangíveis;
- b) recursos humanos;
- c) gestão de pessoas;
- d) treinamento;
- e) capacitação;
- f) inovação;
- g) pesquisa e desenvolvimento;
- h) tecnologia da informação;
- i) *software*;
- j) base de dados;
- k) aplicativo;
- l) *internet banking*;
- m) publicidade;
- n) propaganda;
- o) marca;
- p) relações públicas;
- q) comunicação;
- r) relacionamento.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta os resultados obtidos na pesquisa, considerando evidências quantitativas e qualitativas que permitiram analisar a influência dos investimentos em recursos intangíveis no desempenho das instituições financeiras contempladas na amostra.

Primeiramente abordam-se algumas informações que antecedem a análise de resultados, sucedidas pela análise de multicolinearidade entre as variáveis de interesse e de controle e pela discussão da matriz de correlação das variáveis explicativas e da estatística descritiva dos dados. Na sequência, evidenciam-se os resultados dos testes de especificação e a validação dos modelos, os quais precedem a discussão dos resultados obtidos nas estimações.

Posteriormente, inicia-se uma discussão sobre os dados qualitativos obtidos na análise dos relatórios gerenciais, nas demonstrações financeiras e nas notas explicativas divulgadas pelas instituições financeiras analisadas, no encerramento do ano de 2015, considerando elementos que evidenciem: a) a atenção aos recursos/ativos intangíveis; b) o reconhecimento dos recursos/ativos na definição das estratégias organizacionais; e c) a relação entre os investimentos em recursos/ativos intangíveis e o desempenho organizacional. Ao final do capítulo, elabora-se uma síntese acerca dos resultados obtidos e uma discussão sobre as contribuições deste estudo para o campo de pesquisa em administração estratégica e em relação ao modelo teórico adotado.

5.1 ANÁLISE QUANTITATIVA

Esta seção tem como finalidade discutir o processo de estimação dos modelos e os resultados obtidos, a fim de atender aos objetivos propostos e de testar as hipóteses de pesquisa.

5.1.1 Antecedentes

Primeiramente, realizaram-se algumas estimações, tendo a variável SUM_RI como variável de interesse, considerando os pressupostos teóricos discutidos e a relação presente na Hipótese 1 (H_1). Além de não obter significância estatística nessas estimações, observou-se que a variável SUM_RI tinha um coeficiente beta negativo, indo de encontro ao esperado.

Analisando-se as variáveis de interesse RH e RR, por exemplo, foi possível identificar que os investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH) apresentam uma correlação positiva com as variáveis dependentes que medem desempenho, ao passo que os investimentos em Recursos Intangíveis de Relacionamento (RR) revelaram uma correlação negativa com algumas variáveis dependentes. A Tabela 1, a seguir, contém uma matriz de correlação entre as variáveis ROA, RH e RR para ilustrar o exposto.

Tabela 1 – Correlação entre RH, RR e ROA

VARIÁVEIS	ROA	RH	RR
ROA	1.0000	0.0357	-0.0573
RH	0.0357	1.0000	0.7114
RR	-0.0573	0.7114	1.0000

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

O comportamento das variáveis de interesse exibido na Tabela 1 contribuiu para a compreensão da causa do coeficiente negativo para a variável SUM_RI. Dessa forma, embora a teoria indique a análise dos investimentos em recursos intangíveis em conjunto, devido ao fenômeno da ambiguidade causal (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015), optou-se por analisar a relação entre os investimentos em recursos intangíveis (RH, RE e RR) e o desempenho das instituições financeiras, isoladamente.

Convém referir também que as variáveis de interesse não foram significativas em dois (2) dos modelos estimados, os quais utilizam as variáveis denominadas como VALORIZAÇÃO_AÇÕES e MBV como variáveis dependentes. Os referidos modelos foram testados em conformidade com os procedimentos metodológicos descritos na seção 4.5.1, os quais permitiram identificar que as variáveis dependentes e os erros não tinham uma distribuição normal e que os erros estavam autocorrelacionados. Mesmo utilizando um método robusto de estimação, denominado *Generalized Linear Model* (GLM), que não pressupõe normalidade nos dados, as variáveis de interesse não obtiveram significância estatística. (McCULLAGH; NELDER, 1983; NELDER; WEDDERBURN, 1972).

Dado o exposto, optou-se por considerar apenas os resultados dos demais modelos para responder à questão-problema e às hipóteses formuladas na pesquisa. Para facilitar a compreensão dos procedimentos metodológicos adotados no tratamento e na análise dos dados, descreveram-se apenas os resultados dos testes de especificação e validação e as

análises das estimações dos modelos que contemplam: Valor de Mercado, Q de Tobin, Retorno Anormal, ROA e ROE como variáveis dependentes.

5.1.2 Multicolinearidade

A análise dos resultados desta pesquisa inicia-se pela verificação da presença de multicolinearidade entre as variáveis explicativas. Nesse sentido, evidenciou-se que algumas variáveis de controle apresentaram correlação linear muito forte com as variáveis de interesse, como: TAMANHO_A e TAMANHO_R – correlação de 0,92 com RR, por exemplo. As variáveis de interesse RH, RE e RR evidenciaram correlação linear forte, entre 0,67 e 0,87. As variáveis *dummies* que contemplam o controle e a forma de atuação das instituições financeiras também apresentaram correlação linear forte em relação às variáveis de interesse – VAREJO_N1 e RR, por exemplo, têm uma correlação de 0,89. (CALLEGARI-JACQUES, 2003; GUJARATI; PORTER, 2011).

Considerando os resultados obtidos, decidiu-se eliminar as variáveis TAMANHO_A e TAMANHO_R das estimações, pois apresentaram correlação linear muito forte em relação às variáveis de interesse. Na sequência, discute-se o tratamento que foi dado às demais variáveis que apresentaram forte correlação linear. Enfatiza-se que a Matriz de Correlação completa, a qual abrange todas as variáveis explicativas analisadas no processo de seleção de variáveis consta no Apêndice B.

No que se refere à análise da correlação entre as variáveis de interesse RH, RE e RR, os pressupostos teóricos relacionados aos recursos intangíveis e o contexto das instituições financeiras foram utilizados como subsídio. Analisando a literatura e o contexto das instituições financeiras, pode-se dizer que os investimentos em Recursos Intangíveis Estruturais (RE) estão diretamente relacionados à atuação das instituições financeiras, tanto no que se refere aos produtos ofertados: financiamentos imobiliários; financiamentos de veículos; consórcios; crédito direto ao consumidor; mercado de câmbio e etc., quanto em relação à orientação para mercado: varejo ou nicho. Sendo assim, acredita-se que a forma de atuação das instituições financeiras determina o volume de investimentos em Recursos Intangíveis Estruturais (RE) como, por exemplo, os investimentos em aquisição e desenvolvimento de *softwares* para análise de risco de crédito e o desenvolvimento de plataformas virtuais e aplicativos. Logo, a forma de atuação, diversificada ou especializada, pode auxiliar na explicação da relação entre os investimentos em Recursos Intangíveis Estruturais (RE) e o desempenho obtido.

Em razão disso, decidiu-se utilizar a interação da variável que mede os investimentos em Recursos Intangíveis Estruturais (RE) com um indicador do nível de especialização *versus* diversificação das instituições financeiras (DIVERS_ESPEC), variável utilizada como medida de controle, resultando na variável de interesse: RE_DIVERS. (MERCIECA; SCHAECK; WOLFE, 2007; SANYA; WOLFE, 2011; STIROH; RUMBLE, 2006). Quanto às variáveis de interesse RH e RR, decidiu-se mantê-las nas estimações da forma original.

Dado o exposto, os modelos teóricos propostos (Equações 4 e 5) sofreram algumas modificações. A Equação 4, que contempla SUM_RI como variável dependente, não foi considerada na análise dos dados devido ao sinal da correlação entre as variáveis de interesse que contemplam os diferentes tipos de recursos intangíveis e as variáveis dependentes, conforme evidenciado na Tabela 1. Quanto ao modelo teórico presente na Equação 5, apresentam-se a seguir as equações que foram estimadas após o percurso de seleção de variáveis discutido nesta seção:

$$VALOR_MERCADO_{it} = \beta_0 + \beta_1RH_{it-4} + \beta_2RE_DIVERS_{it-4} + \beta_3RR_{it-4} + \beta_4RISCO_{it} + \beta_5ALAVANCAGEM_{it} + \beta_6DIVERS_ESPEC_{it} + \beta_7VAREJO_N1_{it} + \beta_8VAREJO_N2_{it} + \beta_9D_CRISE_{it} + \epsilon_i \quad (6)$$

$$Q_TOBIN_{it} = \beta_0 + \beta_1RH_{it-4} + \beta_2RE_DIVERS_{it-4} + \beta_3RR_{it-4} + \beta_4RISCO_{it} + \beta_5ALAVANCAGEM_{it} + \beta_6DIVERS_ESPEC_{it} + \beta_7VAREJO_N1_{it} + \beta_8VAREJO_N2_{it} + \beta_9D_CRISE_{it} + \epsilon_i \quad (7)$$

$$RETORNO_ANORMAL_{it} = \beta_0 + \beta_1RH_{it-4} + \beta_2RE_DIVERS_{it-4} + \beta_3RR_{it-4} + \beta_4RISCO_{it} + \beta_5ALAVANCAGEM_{it} + \beta_6DIVERS_ESPEC_{it} + \beta_7VAREJO_N1_{it} + \beta_8VAREJO_N2_{it} + \beta_9D_CRISE_{it} + \epsilon_i \quad (8)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1RH_{it-4} + \beta_2RE_DIVERS_{it-4} + \beta_3RR_{it-4} + \beta_4RISCO_{it} + \beta_5ALAVANCAGEM_{it} + \beta_6DIVERS_ESPEC_{it} + \beta_7VAREJO_N1_{it} + \beta_8VAREJO_N2_{it} + \beta_9D_CRISE_{it} + \epsilon_i \quad (9)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1RH_{it-4} + \beta_2RE_DIVERS_{it-4} + \beta_3RR_{it-4} + \beta_4RISCO_{it} + \beta_5ALAVANCAGEM_{it} + \beta_6DIVERS_ESPEC_{it} + \beta_7VAREJO_N1_{it} + \beta_8VAREJO_N2_{it} + \beta_9D_CRISE_{it} + \epsilon_i \quad (10)$$

Na Tabela 2, apresenta-se a Matriz de Correlação de Pearson das variáveis de interesse e de controle presentes nas Equações 6, 7, 8, 9 e 10.

Tabela 2 – Matriz de Correlação

Variáveis	RH	RR	RE_DIVERS	RISCO	ALAVAN- CAGEM	DIVERS_ ESPEC	VAREJO_N1	VAREJO_N2	B_NICHO	D_CRISE	D_CRISE08	D_CRISE09
RH	1.0000	0.7114	-0.4012	0.4484	-0.1896	0.0213	0.6525	-0.0867	-0.5869	-0.0652	-0.0461	-0.0399
RR	0.7114	1.0000	-0.5390	0.5193	-0.2712	-0.1549	0.8968	-0.0629	-0.7256	-0.0860	-0.0462	-0.0666
RE_DIVERS	-0.4012	-0.5390	1.0000	-0.2319	0.2298	0.8877	-0.5089	0.0352	0.3933	0.0430	0.0043	0.0509
RISCO ¹	0.4484	0.5193	-0.2319	1.0000	-0.1330	-0.0098	0.6040	-0.2463	-0.3343	0.1204	0.1105	0.0491
ALAVANCAGEM	-0.1896	-0.2712	0.2298	-0.1330	1.0000	0.1244	-0.1715	-0.1881	0.2972	0.2208	0.1414	0.1491
DIVERS_ESPEC	0.0213	-0.1549	0.8877	-0.0098	0.1244	1.0000	-0.1800	-0.0311	0.1407	-0.0183	0.0020	-0.0256
VAREJO_N1	0.6525	0.8968	-0.5089	0.6040	-0.1715	-0.1800	1.0000	-0.3432	-0.5801	-0.0450	-0.0283	-0.0308
VAREJO_N2	-0.0867	-0.0629	0.0352	-0.2463	-0.0311	-0.0051	-0.3432	1.0000	-0.4575	-0.0436	-0.0113	-0.0454
B_NICHO	-0.5869	-0.7256	0.3933	-0.3343	0.2972	0.1407	-0.5801	-0.4575	1.0000	0.0477	0.0060	0.0559
D_CRISE	-0.0652	-0.0860	0.0430	0.1204	0.2208	-0.0183	-0.0450	-0.0436	0.0477	1.0000	0.6422	0.6739
D_CRISE_08	-0.0461	-0.0462	0.0043	0.1105	0.1414	0.0020	-0.0283	-0.0113	0.0060	0.6422	1.0000	-0.1334
D_CRISE_09	-0.0399	-0.0666	0.0509	0.0491	0.1491	-0.0256	-0.0308	-0.0454	0.0559	0.6739	-0.1334	1.0000

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

As variáveis que contemplam os investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH) e de Relacionamento (RR) apresentaram correlação linear forte (0,71). As variáveis que consideram o tipo de controle e a forma de atuação das instituições financeiras (VAREJO_N1 e B_NICHO) também evidenciaram correlações lineares fortes em relação às variáveis de interesse (0,65; -0,72; 0,89). Em razão da importância teórica de cada uma das variáveis na explicação dos modelos e considerando os resultados obtidos no Teste de *Variance Inflation Factors* (VIF), o qual não apurou resultados superiores a 10, optou-se por manter todas as variáveis presentes na Tabela 2 nas estimações.

¹ Conforme mencionado na seção 4.3, três (3) variáveis foram calculadas como *proxies* para o risco das instituições financeiras, são elas: Desvio-Padrão no Valor das Ações, Z Score do ROA e Beta (Risco Sistemático). O desvio-padrão no valor das ações foi a medida que obteve significância estatística na maioria das estimações, por essa razão, a variável RISCO - que contempla o desvio-padrão no valor das ações - passou a ser considerada na análise dos resultados, a partir da Tabela 2.

5.1.3 Estatística Descritiva

A Tabela 3, a seguir, contém um resumo estatístico das variáveis contempladas nos modelos estimados, a fim de analisar magnitudes, dispersão e a normalidade das variáveis.

Tabela 3 – Estatística Descritiva

Classificação da Variável	Variável	Tipo de Variável	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão	Jarque-Bera	Prob
Dependente	VALOR_MERCADO	Contínua	14.852	14.149	19.032	11.603	1.994	85,499	0.000
Dependente	Q_TOBIN	Contínua	-1.007	-0.943	-0.253	-2.694	0.352	450,305	0.000
Dependente	RETORNO_ANORMAL	Contínua	-0.005	-0.004	0.6758	-0.7191	0.157	188,287	0.000
Dependente	ROA	Contínua	0.0003	0.0003	0.033	-0.030	0.004	5911,77	0.000
Dependente	ROE	Contínua	0.034	0.035	0.254	-0.288	0.035	7940,92	0.000
Interesse	RH	Contínua	7.380	7.451	11.305	1.098	2.383	29,025	0.000
Interesse	RE_DIVERS	Contínua	-4.723	-4.324	-0.170	-21.204	2.745	503,937	0.000
Interesse	RR	Contínua	9.404	9.080	14.585	4.158	2.091	45,214	0.000
Controle	RISCO	Contínua	0.537	0.484	2.129	0.002	0.390	122,67	0.000
Controle	ALAVANCAGEM	Contínua	-1.731	-1.783	-0.482	-2.284	0.249	503,394	0.000
Controle	DIVERS_ESPEC	Contínua	-0.441	-0.425	-0.021	-2.321	0.235	5205,54	0.000
Controle	VAREJO_N1	<i>Dummy</i>	0.210	0.000	1.000	0.000	0.408	-	-
Controle	VAREJO_N2	<i>Dummy</i>	0.368	0.000	1.000	0.000	0.545	-	-
Controle	B_NICHO	<i>Dummy</i>	0.421	0.000	1.000	0.000	0.319	-	-
Controle	D_CRISE	<i>Dummy</i>	0.250	0.000	1.000	0.000	0.433	-	-
Controle	D_CRISE_08	<i>Dummy</i>	0.125	0.000	1.000	0.000	0.330	-	-
Controle	D_CRISE_09	<i>Dummy</i>	0.125	0.000	1.000	0.000	0.330	-	-

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

As variáveis de interesse são aquelas que apresentaram maior dispersão (RE_DIVERS; RH e RR), sucedidas pela variável dependente VALOR_MERCADO, característica evidenciada pelo valor do desvio-padrão. Analisando a dispersão das variáveis mencionadas em relação à média (coeficiente de variação), é possível identificar que algumas variáveis são mais concentradas, como RR e RH.

Todas as variáveis presentes na Tabela 3 não têm distribuição normal. Essa afirmação pode ser verificada, considerando-se o p-valor do Teste de Jarque-Bera, o qual indica a aceitação da hipótese alternativa do referido teste.

A ausência de normalidade nas variáveis dependentes, mesmo após a exclusão de dados caracterizados como *outliers*, pode ser compreendida como uma limitação, no que se refere à estimação dos modelos através de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). (GUJARATI; PORTER, 2011).

5.1.4 Resultados dos Testes de Especificação e Validação dos Modelos

Conforme exposto ao final da seção anterior, as variáveis dependentes presentes nos modelos não evidenciaram uma distribuição normal. Essa característica também foi denotada através da análise do histograma de cada uma das variáveis dependentes, indicando a existência de limitações no uso dos MQO como método de estimação.

Em continuidade à análise dos critérios metodológicos necessários para estimar uma regressão linear múltipla por MQO, o tipo de estimação adequado foi analisado: painel, com efeitos fixos ou aleatórios, ou dados empilhados, através do Teste de Hausman, dos Testes de significância dos modelos, denominados: *Conventional LM* (BREUSCH-PAGAN, 1980); *Uniformly Most Powerful LM* (HONDA, 1985); *Standardized LM* (BALTAGI; CHANG; LI, 1999; HONDA, 1991; MOULTON; RANDOLPH, 1989); *Locally Mean Most Powerful* (KING; WU, 1997); e Teste F para Efeitos Individuais.

Posteriormente, demais pressupostos da regressão linear múltipla foram analisados, compreendendo: a) a presença de homocedasticidade (variância constante) nos erros, através dos Testes de White e Breusch-Pagan *Studentized*; b) a existência de normalidade nos resíduos, através da análise do histograma e da estatística descritiva dos resíduos de cada regressão; e c) a inexistência de autocorrelação dos erros, por meio dos Testes de Breusch-Goodfrey; Wooldridge; Bera, Sosa-Escudero e Yoon; Baltagi e Li; *Residual Cross-Section Dependence* - Breusch-Pagan LM e estatística Durbin Watson.

5.1.4.1 Teste de Hausman e de Significância dos Modelos

Para a escolha sobre o emprego de efeitos fixos ou aleatórios na estimação dos modelos, utilizou-se o Teste de Hausman.

Com exceção do modelo que utiliza o Valor de Mercado das instituições financeiras como *proxy* para desempenho, todos os modelos indicaram o uso de Efeitos Aleatórios (EA) ou seja, aceitação da hipótese nula (H_0 : Efeitos Aleatórios; H_1 : Efeitos Fixos). O p-valor obtido no Teste de Hausman para cada um dos modelos está descrito na Tabela 4.

Tabela 4 – Resultados do Teste de Hausman

Modelos	p-valor
Valor de Mercado	0,0000
Q de Tobin	0,6921
Retorno Anormal	0,3126
ROA	0,5109
ROE	0,2216

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

A existência de *cross-section* (empresas) e efeitos de tempo também foram testados, pois a presença desses elementos é necessária para a especificação correta da regressão linear (BALTAGI, 2008). Os Testes de *Lagrange Multiplier (LM)*, descritos na seção 4.5.1, foram estimados para os modelos cujo Teste de Hausman indicou o uso de efeitos aleatórios. O p-valor para *Cross-Section (CS)*, Tempo (T), *Cross-Section* e tempo (CST) dos modelos podem ser visualizados na Tabela 5, que segue.

Tabela 5 – Resultados dos Testes de Significância

Modelos	Breusch-Pagan	Honda	Standardized Honda	King-Wu	Standardized King-Wu
Q de Tobin	0.0000 (CS)	0.0000 (CS)	0.0000 (CS)	0.0000 (CS)	0.0000 (CS)
	0.9380 (T)	0.5310 (T)	0.4415 (T)	0.5310 (T)	0.4415 (T)
	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)
Retorno Anormal	0.7217 (CS)	0.6391 (CS)	0.3776 (CS)	0.6391 (CS)	0.3776 (CS)
	0.0000 (T)	0.0000 (T)	0.0000 (T)	0.0000 (T)	0.0000 (T)
	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)	0.4355 (CST)	0.0000 (CST)	0.6240 (CST)
ROA	0.0000 (CS)	0.0000 (CS)	0.0000 (CS)	0.0000 (CS)	0.0000 (CS)
	0.9195 (T)	0.5403 (T)	0.4489 (T)	0.5403 (T)	0.4489 (T)
	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)
ROE	0.0000 (CS)	0.0000 (CS)	0.0000 (CS)	0.0000 (CS)	0.0000 (CS)
	0.8219 (T)	0.5891 (T)	0.4993 (T)	0.5891 (T)	0.4993 (T)
	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)	0.0000 (CST)

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Os resultados presentes na Tabela 5 indicam, na maioria dos testes, a aceitação da hipótese alternativa (H_1), a qual considera a presença de efeitos de cortes e de tempo nos modelos. Logo, os efeitos de corte e tempo não são redundantes, configurando-se como elementos necessários nas equações. Como consequência, as estimações deveriam ser realizadas com dados em painel através de Efeitos Aleatórios (EA), conforme recomenda o Teste de Hausman.

Para o modelo que utiliza o Valor de Mercado como variável dependente, cujo Teste de Hausman indicou a utilização de efeitos fixos, aplicou-se o Teste F para Efeitos Individuais entre MQO e Efeitos Fixos, o qual também sinalizou a utilização de dados em painel, nesse caso, através de efeitos fixos (p-valor 0.0000).

5.1.4.2 Heterocedasticidade

Para a análise da presença de heterocedasticidade nos erros dos modelos, efetuou-se o Teste de White. Esperava-se que os modelos apresentassem variância constante (Homocedasticidade), permitindo a aceitação da hipótese nula do referido teste (H_0 : Homocedasticidade; H_1 : Heterocedasticidade). Na Tabela 6, apresentam-se os resultados obtidos no Teste de White.

Tabela 6 – Resultados do Teste de White

Modelos	p-valor
Valor de Mercado	0,0000
Q de Tobin	0,0000
Retorno Anormal	0,0000
ROA	0,7673
ROE	0,6049

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Os resultados obtidos indicam que apenas os modelos que adotam ROA e ROE como variável dependente têm variância constante nos erros (homocedasticidade), conforme o esperado.

Adicionalmente, o Teste Breusch-Pagan *Studentized* foi realizado no R[®] cujos resultados foram reportados na Tabela 7.

Tabela 7 – Resultados do Teste de Breusch-Pagan *Studentized*

Modelos	p-valor
Valor de Mercado	0,0000
Q de Tobin	0,0000
Retorno Anormal	0,0000
ROA	0,3020
ROE	0,6611

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Os resultados do Teste de Breusch-Pagan *Studentized* corroboram os resultados obtidos no Teste de White, realizado no Eviews[®], indicando que os modelos com Valor de Mercado, Q de Tobin e Retorno Anormal como variáveis dependentes possuem heterocedasticidade nos erros.

5.1.4.3 Normalidade dos Resíduos

O Teste de Jarque-Bera foi realizado, a fim de verificar a presença de normalidade nos resíduos de cada um dos modelos. Os resultados do referido teste constam na Tabela 8.

Tabela 8 – Normalidade dos Resíduos

Modelo	Jarque-Bera	Prob
Valor de Mercado	58,5118	0.000
Q de Tobin	342,8554	0.000
Retorno Anormal	139,9514	0.000
ROA	5966,057	0.000
ROE	6967,160	0.000

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Pode-se afirmar que os resíduos das regressões não são distribuídos normalmente, considerando-se o p-valor do Teste de Jarque-Bera, o qual permite a aceitação da hipótese alternativa do referido teste para todos os modelos. Esses resultados evidenciam uma limitação em estimar os modelos com dados em painel através de MQO. (GUJARATI; PORTER, 2011).

5.1.4.4 Autocorrelação dos Erros

A presença de autocorrelação dos erros nos modelos foi analisada através do Teste de Breusch-Godfrey no Eviews[®]. Na Tabela 9, constam os resultados obtidos com o referido instrumento.

Tabela 9 – Resultados do Teste de Breusch-Godfrey

Modelos	p-valor
Valor de Mercado	0,0000
Q de Tobin	0,0000
Retorno Anormal	0,0148
ROA	0,0000
ROE	0,0000

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Através do Teste de Breusch-Godfrey, foi possível identificar que todos os modelos apresentaram autocorrelação dos erros, ou seja, a aceitação da hipótese alternativa do referido teste (H_0 : Ausência de Autocorrelação; H_1 : Existência de Auto Correlação), indo de encontro ao esperado.

Também foram realizados os Testes de Wooldridge; Bera, Sosa-Escudero e Yoon; e Baltagi e Li, no R[®]. Em geral, os resultados expostos na Tabela 10 também revelaram a presença de autocorrelação dos erros, visto que a Hipótese Alternativa (H_1) dos referidos testes considera a presença de efeito não observado nas estimações.

Tabela 10 – Resultados dos Testes de Auto Correlação dos Erros no R[®]

Modelos/Testes	Wooldridge (p-valor)	Bera, Sosa- Escudero e Yoon (p-valor)	Baltagi e Li (p-valor)
Valor de Mercado	0,0139	0,0000	0,0000
Q de Tobin	0,1061	0,0000	0,0000
Retorno Anormal	0,3287	0,9224	0,0034
ROA	0,0553	0,0000	0,0000
ROE	0,0484	0,0000	0,0000

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Na Tabela 11, consta a estatística de Durbin Watson para os modelos estimados, cuja medida também considera como Hipótese Alternativa (H_1) a presença de autocorrelação nos erros.

Tabela 11 – Durbin Watson (DW)

Modelos	DW (p-valor)
Valor de Mercado	0,6121 (0,0000)
Q de Tobin	0,8370 (0,0000)
Retorno Anormal	1,7187 (0,0005)
ROA	1,9114 (0,1266)
ROE	1,8093 (0,0127)

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Com exceção do p-valor do modelo que utiliza ROA como variável dependente, todos os demais indicam a aceitação da Hipótese Alternativa (H_1) da estatística de Durbin Watson, indicando a existência de autocorrelação nos erros.

Por fim, reportam-se os resultados do Teste de *Residual Cross-Section Dependence* – Breusch Pagan LM, realizado no Eviews®, na Tabela 12.

Tabela 12 – Teste de *Residual Cross-Section Dependence* - Breusch-Pagan LM

Modelos	(p-valor)
Valor de Mercado	(0,0000)
Q de Tobin	(0,0000)
Retorno Anormal	(0,0000)
ROA	(0,0000)
ROE	(0,0000)

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Todos os resultados obtidos no Teste de *Residual Cross-Section Dependence* – Breusch-Pagan LM indicaram a aceitação da Hipótese Alternativa (H_1), que pressupõe a existência de correlação nos resíduos.

5.1.4.5 Resumo dos Testes de Especificação e Validação dos Modelos

Embora o Teste de Hausman e os testes de significância dos modelos indiquem a utilização dos dados em painel, a base de dados apresenta características que não permitem a

estimação nesse formato: a) ausência de normalidade nas variáveis dependentes; b) heterocedasticidade nos erros; c) resíduos que não são distribuídos normalmente; e d) auto correlação dos erros.

Sendo assim, os resultados dos testes de especificação e validação realizados denotam a necessidade de um método mais robusto de estimação, como o *Generalized Linear Model* (GLM), o qual não pressupõe normalidade nos dados. O referido método tem pressupostos que se adaptam às características da base de dados desta pesquisa, dentre os quais: a) a variável dependente não precisa ser distribuída normalmente; b) a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes não deve ser, obrigatoriamente, normal; e c) os erros não precisam ser distribuídos normalmente. Os modelos categorizados como GLM contemplam: Regressão Linear, Regressão Logística, ANOVA, entre outros. (McCULLAGH; NELDER, 1983; NELDER; WEDDERBURN, 1972).

Embora os dados não tenham sido utilizados no formato de painel, as variáveis *dummies* denominadas: VAREJO_N1, VAREJO_N2 e B_NICHO permitiram agregar as instituições financeiras, considerando o tipo de controle e a forma de atuação, possibilitando que os efeitos relacionados às características das instituições financeiras estivessem presentes nos modelos.

5.1.5 Discussão dos Resultados

Em continuidade à discussão dos achados desta pesquisa, apresentam-se os resultados obtidos nas estimações nas próximas seções.

A discussão teórica presente na primeira hipótese de pesquisa (H1), que contempla a relação entre o somatório dos investimentos em recursos intangíveis e o desempenho, não será discutida nesta seção devido à correlação das variáveis de interesse em relação às variáveis que medem desempenho, conforme discutido na seção 5.1.1. Adicionalmente, a variável SUM_RI não obteve significância estatística nas estimações, inviabilizando a aceitação de H1.

Nas próximas seções, apresentam-se os resultados obtidos, analisando se as variáveis de interesse e de controle foram significativas e discutindo a influência dos valores dos coeficientes das variáveis de interesse em relação às variáveis dependentes. Na seção 5.3, resumem-se os resultados obtidos em todas as estimações.

5.1.5.1 Valor de Mercado

Na Tabela 13 constam os resultados obtidos com a Equação 6, cujo modelo utiliza como variável dependente o Valor de Mercado (VALOR_MERCADO) das instituições financeiras.

Como a variável dependente, as variáveis de interesse e de controle do modelo foram calculadas em logaritmos, pode-se dizer que os resultados obtidos refletem a sensibilidade (a elasticidade) das variáveis de interesse e de controle em relação à variável dependente. O modelo foi estimado através do método GLM, aplicando-se uma regressão linear múltipla. A exclusão de variáveis não significativas não alteraria a significância, bem como o sinal dos coeficientes das demais variáveis. Por essa razão, apresentam-se os resultados, considerando todas as variáveis presentes na Equação 6.

Tabela 13 – Valor de Mercado

$$VALOR_MERCADO_t = \beta_0 + \beta_1(RH)_{t-4} + \beta_2(RE_DIVERS)_{t-4} + \beta_3(RR)_{t-4} + \beta_4(RISCO)_t + \beta_5(ALAVANCAGEM)_t + \beta_6(DIVERS_ESPEC)_t + \beta_7(VAREJO_N1)_t + \beta_8(VAREJO_N2)_t + \beta_9(D_CRISE)_t + \epsilon_i$$

Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro-Padrão	z-Estatístico	Probabilidade
Variáveis de Interesse	RH	0.188841	0.016741	11.28044	0.0000***
	RE_DIVERS	-0.025384	0.012862	-1.973597	0.0484**
	RR	0.179570	0.034098	5.266220	0.0000***
Variáveis de Controle	ALAVANCAGEM	0.103732	0.136054	0.762435	0.4458
	RISCO	0.371250	0.085695	4.342440	0.0000***
	DIVERS_ESPEC	-0.046219	0.132284	-0.349390	0.7268
	VAREJO_N1	2.645171	0.180604	14.64621	0.0000***
	VAREJO_N2	-0.280747	0.084723	-3.313703	0.0009***
	D_CRISE	-0.018775	0.088214	-0.212839	0.8315
	C	11.13884	0.319845	34.82571	0.0000***
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	VALOR DE MERCADO			
	N	454			

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Nota: A Tabela 13 apresenta os resultados da regressão. Nas colunas constam os coeficientes, o erro-padrão, o z-estatístico e a significância das variáveis a ***1%; **5% e *10%.

Os investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH) apresentaram significância estatística e correlação positiva com o Valor de Mercado das instituições financeiras, confirmando a relação proposta na Hipótese H1a. Com base no coeficiente beta da variável RH, constata-se que o aumento de um por cento (1%) nos investimentos em RH ocasionaria uma variação positiva de 0,188841% no Valor de Mercado das instituições financeiras. O resultado obtido permite inferir que os investimentos em treinamento e desenvolvimento contribuíram para o aprimoramento das habilidades individuais dos colaboradores, gerando um diferencial competitivo para as instituições financeiras (MILLER; XU; MEHROTRA, 2015), e corrobora a literatura da Visão Baseada nos Recursos (VBR), a qual considera os recursos intangíveis humanos como aqueles que mais influenciam no desempenho organizacional. (HALL 1992, 1993; SAKALAS; LIEPE, 2010; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015).

Uma relação positiva e significativa entre os investimentos em recursos intangíveis humanos e o desempenho organizacional também coaduna com os achados de Silva et al. (2013), de Frank e Obloj (2014) e de Vomberg, Homburg e Bornemann (2015). Frank e Obloj (2014), por exemplo, estudaram a relação entre *Firm-Specific Human Capital* (FSHC) e o desempenho de instituições financeiras de varejo que oferecem altos incentivos financeiros aos seus funcionários e identificaram uma relação positiva entre capital humano e desempenho.

Os investimentos em Recursos Intangíveis de Relacionamento (RR) também apresentaram significância estatística em relação ao Valor de Mercado das instituições financeiras, consoante com a relação proposta na Hipótese H1b. O resultado indica que o aumento de um por cento (1%) nos investimentos em Recursos Intangíveis de Relacionamento (RR) ocasionaria uma variação positiva de 0,179570% no Valor de Mercado das instituições financeiras. A existência de significância estatística e correlação positiva com desempenho (Valor de Mercado) para a variável de interesse RR corrobora os pressupostos teóricos da VBR e com os resultados de outros estudos realizados sobre a temática. (LIU et al., 2014; ROBERTS; DOWLING, 2002; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015).

Os investimentos em Recursos Intangíveis Estruturais (RE) e sua interação com o grau de Diversificação *versus* Especialização (DIVERS_ESPEC) das instituições financeiras também foram significativos, contudo o coeficiente da variável foi negativo, sinalizando uma relação inversamente proporcional. O coeficiente aponta que o aumento de um por cento (1%) nos investimentos em Recursos Intangíveis Estruturais (RE) resultaria em uma variação negativa de 0,025384% no Valor de Mercado das instituições. Acredita-se que esse resultado

pode ser explicado pelas características dos Recursos Intangíveis Estruturais (RE), os quais oferecem menor espaço para diferenciação se comparados aos Recursos Intangíveis Humanos (RH) e de Relacionamento (RR). (FACÓ, 2006).

O resultado obtido para a variável RE_DIVERS também pode estar relacionado aos dados coletados, visto que as instituições financeiras podem ter desenvolvido *softwares* para análise de risco, plataformas virtuais e aplicativos, por exemplo, internamente, contando com a colaboração de funcionários em geral, cujo investimento (em horas, em folha de pagamento) não consta individualizado nos relatórios gerenciais, nas demonstrações contábeis e nas notas explicativas, não possibilitando portanto contemplar essas informações na coleta dos dados.

A variável de controle que considera o risco (RISCO) e as variáveis que consideram a atuação e o tipo de controle das instituições financeiras (VAREJO_N1 e VAREJO_N2) foram significativas. A variável risco obteve um coeficiente positivo, indicando que quanto maior o risco – a variação no valor das ações cotadas na BM&F Bovespa – de uma instituição financeira, maior o seu desempenho, o que reafirma os pressupostos teóricos que fundamentam esta pesquisa. (DAMODARAN, 2004).

As variáveis *dummy* para a Crise *Sub Prime* (D_CRISE; D_CRISE_08 e D_CRISE_09) não apresentaram significância estatística, assim como as variáveis de controle que medem o Grau de Diversificação *versus* Especialização (DIVERS_ESPEC) e a Alavancagem (ALAVANCAGEM) das instituições financeiras.

No tocante às variáveis *dummies* que medem o tipo de controle e a forma de atuação dos bancos, as variáveis VAREJO_N1 e VAREJO_N2 foram significativas. O valor dos coeficientes das variáveis VAREJO_N1, VAREJO_N2 e do Intercepto (C) – que contempla, dentre outras informações, os bancos de nicho (B_NICHO) – atestam que os bancos de varejo nacionais (VAREJO_N1) têm um desempenho superior (Valor de Mercado) em relação aos demais bancos, e que o desempenho dos bancos de nicho (B_NICHO) supera o desempenho dos bancos de varejo regionais públicos (VAREJO_N2). Nesse sentido, Perico, Rebelato e Santana (2008) expõem que os bancos maiores são os mais eficientes, e essa eficiência está condicionada à alocação eficiente dos recursos. A afirmação ratifica os resultados obtidos, pois a variável *dummy* VAREJO_N1 contempla as maiores instituições financeiras estabelecidas no Brasil, são elas: Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Santander.

5.1.5.2 Q de Tobin

Na Tabela 14, apresentam-se os resultados obtidos com a Equação 7, cujo modelo utiliza como variável dependente, o Q de Tobin (Q_TOBIN). Como a variável dependente, as variáveis de interesse e de controle do modelo foram calculadas em logaritmos, os resultados obtidos refletem a sensibilidade (a elasticidade) das variáveis de interesse e de controle em relação à variável dependente.

O modelo foi estimado através do método GLM, utilizando-se de uma regressão linear múltipla. Destaca-se que a exclusão de variáveis não significativas não alteraria a significância, nem o sinal dos coeficientes das demais variáveis. Por essa razão, a Tabela 14 contempla os resultados obtidos, considerando-se todas as variáveis presentes na Equação 7.

Tabela 14 – Q de Tobin

$$Q_TOBIN_t = \beta_0 + \beta_1(RH)_{t-4} + \beta_2(RE_DIVERS)_{t-4} + \beta_3(RR)_{t-4} + \beta_4(RISCO)_t + \beta_5(ALAVANCAGEM)_t + \beta_6(DIVERS_ESPEC)_t + \beta_7(VAREJO_N1)_t + \beta_8(VAREJO_N2)_t + \beta_9(D_CRISE)_t + \epsilon_i$$

Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro-Padrão	z-Estatístico	Probabilidade
Variáveis de Interesse	RH	0.027932	0.007994	3.493883	0.0005***
	RE_DIVERS	-0.005602	0.006144	-0.911801	0.3619
	RR	0.132081	0.016278	8.113960	0.0000***
Variáveis de Controle	ALAVANCAGEM	0.341794	0.064991	5.259064	0.0000***
	RISCO	0.052578	0.040832	1.287659	0.1979
	DIVERS_ESPEC	0.123338	0.062956	1.929121	0.0501*
	VAREJO_N1	-0.542885	0.086261	-6.293545	0.0000***
	VAREJO_N2	0.135942	0.040351	3.368989	0.0008***
	D_CRISE	-0.088106	0.042142	-2.090721	0.0366**
	C	-1.769720	0.152791	-11.58264	0.0000***
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	Q DE TOBIN			
	N	456			

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Nota: A Tabela 14 apresenta os resultados da regressão. Nas colunas constam os coeficientes, o erro-padrão, o z-estatístico e a significância das variáveis a ***1%; **5% e *10%.

Os resultados evidenciados pelo modelo com Q de Tobin como variável dependente corroboram os achados do modelo anterior, no que se refere à significância estatística das variáveis de interesse, com exceção da ausência de significância para a variável RE_DIVERS. Nesse modelo, os investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH) e Recursos Intangíveis de Relacionamento (RR) resultariam em uma variação menor na variável dependente, já que o aumento de um por cento (1%) nos investimentos em RH ocasionaria uma variação positiva de 0,027932%, e o mesmo percentual de aumento nos investimentos em RR geraria uma variação positiva de 0,132081% no Q de Tobin.

Em relação às variáveis de controle, todas foram significativas, com exceção da variável: RISCO. A Alavancagem e o Grau de Diversificação *versus* Especialização das instituições financeiras apresentou uma relação direta com o desempenho (Q_TOBIN). Pode-se dizer que quanto maior for o índice de capital de Basileia – *proxy* empregada para medir a alavancagem das instituições financeiras – maior será a capacidade da instituição financeira em alavancar os seus negócios, dado o excesso de patrimônio de referência. (BACEN, 1994). A forma como a instituição financeira opera no mercado financeiro, de forma especializada ou diversificada, também influencia no desempenho.

A variável *dummy* para Crise *Subprime*, por sua vez, tem uma relação inversamente proporcional com a variável dependente, conforme esperado, visto que a referida crise afetou o desempenho do mercado financeiro, em geral.

Diferentemente dos resultados do modelo que adotou o Valor de Mercado como *proxy* para o desempenho, esse modelo indica que os bancos de varejo nacionais (VAREJO_N1) têm desempenho inferior aos bancos de varejo regionais com controle público (VAREJO_N2) e em relação aos bancos de nicho (B_NICHO). A presença de um desempenho superior aos bancos de varejo regionais (VAREJO_N2) corrobora os achados de Camargo, Matias e Merlo (2004), os quais analisaram o desempenho de instituições financeiras e identificaram que, dentre as quatro instituições que obtiveram melhor desempenho, apenas uma delas tinha controle privado.

5.1.5.3 Retorno Anormal

Na Tabela 15, constam os resultados da Equação 8, que utiliza o retorno anormal no valor das ações das instituições financeiras como variável dependente.

As variáveis de interesse (RH, RE_DIVERS e RR) não obtiveram significância estatística, considerando o cálculo do retorno anormal, evidenciado no Apêndice A, como

variável dependente. Adicionalmente, resolveu-se considerar o retorno anormal como uma variável dependente binária (0 ou 1). As observações que contemplavam retornos acima do mercado foram consideradas como um (1), e as observações que representam retornos abaixo do mercado, como zero (0), resultando na variável dependente: RETORNO_ANORMAL.

As variáveis de interesse e de controle foram calculadas em logaritmos, assim como nos demais modelos. O modelo foi estimado através do método GLM, utilizando-se de uma regressão logística para o tratamento dos dados. A exclusão de variáveis não significativas não alteraria a significância, nem o sinal dos coeficientes das demais variáveis. Por essa razão, apresentam-se os resultados obtidos, considerando-se todas as variáveis presentes na Equação 8.

Tabela 15 – Retorno Anormal

$$RETORNO_ANORMAL_t = \beta_0 + \beta_1(RH)_{t-4} + \beta_2(RE_DIVERS)_{t-4} + \beta_3(RR)_{t-4} + \beta_4(RISCO)_t + \beta_5(ALAVANCAGEM)_t + \beta_6(DIVERS_ESPEC)_t + \beta_7(VAREJO_N1)_t + \beta_8(VAREJO_N2)_t + \beta_9(D_CRISE)_t + \varepsilon_i$$

Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro-Padrão	z-Estatístico	Probabilidade
Variáveis de Interesse	RH	0.123450	0.058426	2.112949	0.0346**
	RE_DIVERS	0.000769	0.044067	0.017456	0.9861
	RR	-0.239964	0.120043	-1.998989	0.0456**
Variáveis de Controle	ALAVANCAGEM	0.552051	0.456820	1.208466	0.2269
	RISCO	0.449221	0.297267	1.511173	0.1307
	DIVERS_ESPEC	-0.428737	0.452520	-0.947442	0.3434
	VAREJO_N1	0.300217	0.627655	0.478315	0.6324
	VAREJO_N2	0.328297	0.278303	1.179640	0.2381
	D_CRISE	-0.211885	0.305028	-0.694639	0.4873
	C	1.645537	1.071805	1.535295	0.1247
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	RETORNO ANORMAL			
	N	472			

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

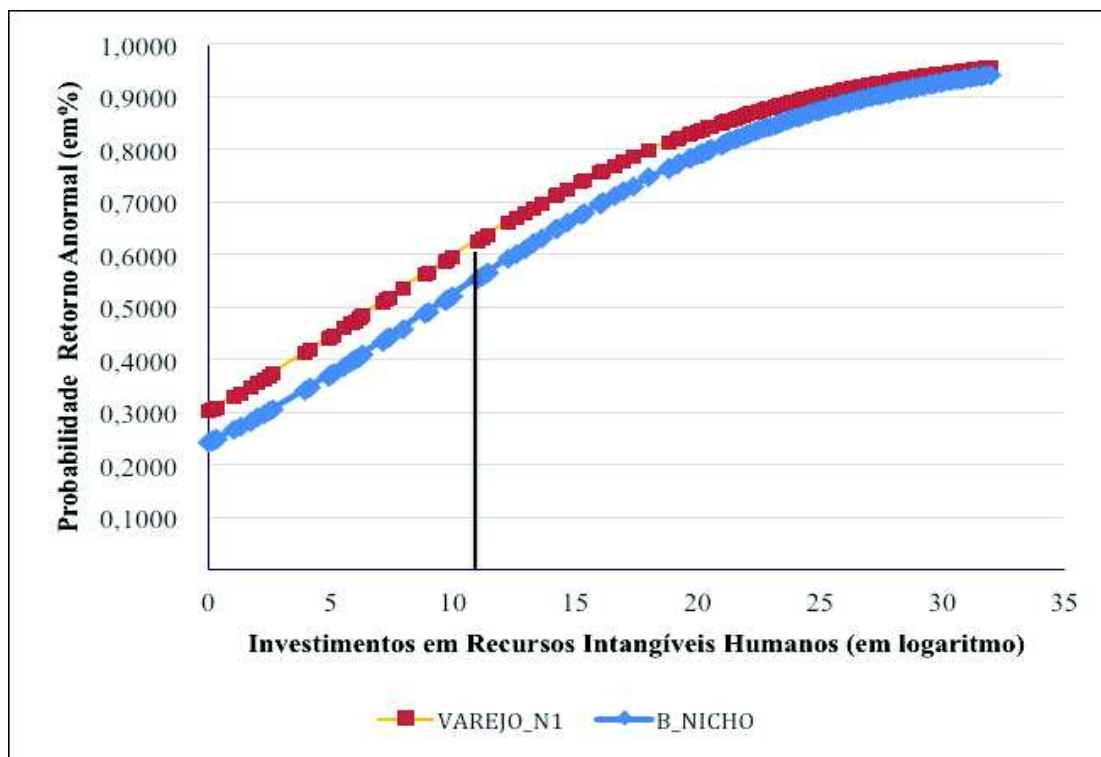
Nota: A Tabela 15 apresenta os resultados da regressão. Nas colunas constam os coeficientes, o erro-padrão, o z-estatístico e a significância das variáveis a ***1%; **5% e *10%.

Nesse modelo apenas as variáveis de interesse RH e RR obtiveram significância estatística. Analisando os sinais dos coeficientes das variáveis RH e RR, pode-se dizer que os investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH) contribuem no cálculo da probabilidade das instituições financeiras com retorno acima do mercado (1); já os investimentos em Recursos Intangíveis de Relacionamento (RR) contribuem no cálculo da probabilidade das instituições financeiras com retorno abaixo do mercado (0). Esperava-se que ambas as variáveis contribuíssem no cálculo da probabilidade das instituições financeiras com retorno acima do mercado (Hipóteses H1a e H1c).

Conforme mencionado anteriormente, na seção 5.3 faz-se um resumo que visa discutir as possíveis causas para os resultados encontrados. Inicialmente, acredita-se que o comportamento da variável de interesse RR se deve aos investimentos em Recursos Intangíveis de Relacionamento (RR) considerados nesta pesquisa, pois os Recursos Intangíveis de Relacionamento contemplam elementos como: reputação, marca, lealdade dos clientes, canais de distribuição, relações de longo prazo com públicos estratégicos, dentre outros (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000; KOHTAMAKI et al., 2012), os quais envolvem investimentos que vão além daqueles evidenciados nas demonstrações contábeis e nos relatórios gerenciais das instituições financeiras analisadas.

No que tange aos investimentos em RH, um gráfico foi confeccionado, a fim de demonstrar a relação entre os referidos investimentos e a probabilidade de retorno anormal (acima do mercado) das instituições financeiras. Na confecção do gráfico, as instituições financeiras foram analisadas de forma agrupada, considerando as variáveis *dummies* para controle e atuação como diferentes categorias (VAREJO_N1, VAREJO_N2 e B_NICHO). Como a dispersão dos dados que englobou as instituições financeiras categorizadas como VAREJO_N1 e VAREJO_N2 foi muito semelhante, sendo que a inclinação da curva das instituições VAREJO_N1 foi levemente superior, optou-se por considerar apenas a dispersão dos dados que contemplam as categorias VAREJO_N1 e B_NICHO. No Gráfico 1 subsequente, apresenta-se a dispersão dos dados, considerando a probabilidade de retorno anormal no eixo vertical (de 0 a 1, ou seja, de 0% a 100%) e os valores dos investimentos em RH (em logaritmos) no eixo horizontal.

Gráfico 1 – Retorno Anormal e Investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH)



Fonte: Elaborado pela autora (2017).

A barra na cor preta, na vertical, representa o ponto máximo dos investimentos em RH contemplados nesta pesquisa, e indicados no eixo horizontal – 11,305002988 em logaritmo – que representa R\$ 81.227.000,00 (ou 81.227 em milhares de reais), investidos pelo Banco Itaú no último trimestre de 2010 (2010/4). De acordo com a dispersão dos dados, um investimento no valor de 81.227 em milhares de reais (R\$) tem aproximadamente 60% de probabilidade de gerar um retorno anormal, isto é, um desempenho acima do mercado.

No eixo horizontal, do instante zero (0) até a barra na cor preta, na vertical, tem-se a dispersão dos valores dos investimentos em RH das instituições financeiras categorizadas como VAREJO_N1 (curva na cor vermelha) e B_NICHO (curva na cor azul). É possível identificar que a dispersão dos dados se revelou bastante semelhante para ambas as curvas, sendo que os investimentos em RH realizados pelas instituições financeiras maiores e atuantes no varejo (VAREJO_N1) têm uma probabilidade levemente superior de retorno anormal.

No que se refere à inclinação das curvas, percebeu-se que há um impulso maior do instante 5 ao instante 10, intervalo que contempla investimentos em RH entre 148,41 e 22.026,47 em milhares de reais (R\$). Para os bancos classificados como VAREJO_N1 (curva

vermelha), no instante 5, tem-se aproximadamente 40% de probabilidade de retorno anormal, e no instante 10, a probabilidade de retorno anormal aumenta para 60%, ou seja, existe 20% de variação positiva nesse intervalo. Do instante 0 ao instante 5, por exemplo, a variação foi de apenas 10%. Sendo assim, pode-se concluir que, no intervalo entre o instante 5 e o instante 10, encontram-se os valores dos investimentos que têm maior influência no desempenho (no retorno anormal). Após o instante 10, a inclinação das curvas aumentou de forma gradativa. A dispersão dos dados permite inferir que, quanto maior o volume de investimentos em RH, maior a probabilidade de retorno anormal, e que os investimentos entre 148,41 e 22.026,47 em milhares de reais (R\$) configuraram-se como um diferencial competitivo para as instituições financeiras analisadas.

Retomando a análise estatística do modelo exibido na Tabela 15, constatou-se um grau de acerto total de 52,12% nas predições do modelo, sendo 21,14% para as observações que contemplam retornos abaixo do mercado (0) e 85,84% para as observações que consideram retornos acima do mercado (1). Conseqüentemente, o modelo atingiu um percentual de erros de 47,88% na sua predição, com 78,86% para as observações que evidenciam retornos abaixo do mercado (0) e 14,16% para as observações que abrangem retornos acima do mercado (1).

No que concerne à avaliação da especificação do modelo, o Teste de Hosmer-Lemeshow foi utilizado. O instrumento gerou um p-valor de 0,4678, indicando a aceitação da hipótese nula e evidenciando que o modelo foi especificado corretamente (H_0 : O modelo foi especificado corretamente; H_1 : O modelo não foi especificado corretamente).

5.1.5.4 Retorno sobre os Ativos (ROA)

Os resultados obtidos através da estimação da Equação 9 estão presentes na Tabela 16, cujo modelo considera como variável dependente o Retorno sobre os Ativos (ROA). Como a variável dependente, as variáveis de interesse e de controle do modelo foram calculadas em logaritmos, os resultados obtidos refletem a sensibilidade (a elasticidade) das variáveis de interesse e de controle em relação à variável dependente.

O modelo foi estimado através do método GLM, utilizando-se de uma regressão linear múltipla. A exclusão de variáveis não significativas não alteraria a significância, nem o sinal dos coeficientes das demais variáveis. Por essa razão, seguem os resultados obtidos, considerando-se todas as variáveis presentes na Equação 9.

Tabela 16 – Retorno sobre os Ativos (ROA)

$$ROA_t = \beta_0 + \beta_1(RH)_{t-4} + \beta_2(RE_DIVERS)_{t-4} + \beta_3(RR)_{t-4} + \beta_4(RISCO)_t + \beta_5(ALAVANCAGEM)_t + \beta_6(DIVERS_ESPEC)_t + \beta_7(VAREJO_N1)_t + \beta_8(VAREJO_N2)_t + \beta_9(D_CRISE)_t + \varepsilon_i$$

Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro-Padrão	z-Estatístico	Probabilidade
Variáveis de Interesse	RH	0.000268	0.000106	2.536777	0.0112**
	RE_DIVERS	0.000058	0.000080	0.721566	0.4706
	RR	-0.000737	0.000215	-3.432102	0.0006***
Variáveis de Controle	ALAVANCAGEM	0.006137	0.000849	7.227461	0.0000***
	RISCO	0.001899	0.000536	3.545535	0.0004***
	DIVERS_ESPEC	0.000907	0.000829	1.094138	0.2739
	VAREJO_N1	0.002912	0.001131	2.574877	0.0100**
	VAREJO_N2	0.002563	0.000506	5.069992	0.0000***
	D_CRISE	0.000007	0.000560	0.014053	0.9888
	C	0.017356	0.001960	8.856688	0.0000***
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	ROA			
	N	473			

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Nota: A Tabela 16 apresenta os resultados da regressão. Nas colunas constam os coeficientes, o erro-padrão, o z-estatístico e a significância das variáveis a ***1%; **5% e *10%.

A variável de interesse RH também evidenciou significância estatística, corroborando os resultados obtidos nos demais modelos. Diferentemente da variável RE_DIVERS, a variável de interesse RR apresentou significância estatística, tendo uma relação inversamente proporcional com a variável dependente (ROA). Nesse modelo, a influência dos investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH) e Recursos Intangíveis de Relacionamento (RR) no desempenho (ROA) foi inferior aos demais. Para a variável RH, tem-se uma variação positiva de 0,000268%, e para RR, uma variação negativa de 0,000737% no ROA para um aumento de um por cento (1%) nos investimentos.

As variáveis de controle que compreendem o risco (RISCO) e a alavancagem (ALAVANCAGEM) de cada instituição financeira obtiveram uma correlação positiva e significativa em relação ao desempenho, permitindo inferir que, quanto maior o risco e a

alavancagem financeira, maior o desempenho, corroborando os pressupostos teóricos considerados nesta pesquisa. Salienta-se que existia uma expectativa de que essas variáveis apresentassem resultados semelhantes, pois estão intimamente relacionadas. (ALVARENGA, 2014).

As variáveis *dummies* para a Crise *Subprime* não obtiveram significância estatística, ao passo que as variáveis *dummies* que contemplam o controle e a forma de atuação das instituições financeiras foram significativas, indicando que os bancos de nicho (B_NICHO) - Intercepto (C) – tiveram um desempenho superior em relação às instituições financeiras de varejo nacionais e regionais com controle público (VAREJO_N1 e VAREJO_N2). Esse resultado não atinge o esperado, pois os bancos de nicho têm uma atuação mais restrita que os demais, considerando sua estrutura física, o número de agências, os segmentos de atuação, dentre outros aspectos, tendo, portanto, menor espaço para diferenciação através do investimento em recursos intangíveis.

5.1.5.5 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

Na Tabela 17 apresentam-se os resultados da Equação 10, cujo modelo utilizou como variável dependente o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Como a variável dependente, as variáveis de interesse e de controle do modelo foram calculadas em logaritmos, os resultados obtidos refletem a sensibilidade (a elasticidade) das variáveis de interesse e de controle em relação à variável dependente.

O modelo foi estimado através do método GLM, adotando uma regressão linear múltipla. A exclusão de variáveis não significativas não alteraria a significância, bem como o sinal dos coeficientes das demais variáveis. Dessa forma, apresentam-se os resultados obtidos, considerando-se todas as variáveis presentes na Equação 10.

Tabela 17 – Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

$$ROE_t = \beta_0 + \beta_1(RH)_{t-4} + \beta_2(RE_DIVERS)_{t-4} + \beta_3(RR)_{t-4} + \beta_4(RISCO)_t + \beta_5(ALAVANCAGEM)_t + \beta_6(DIVERS_ESPEC)_t + \beta_7(VAREJO_N1)_t + \beta_8(VAREJO_N2)_t + \beta_9(D_CRISE)_t + \varepsilon_i$$

Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro-Padrão	z-Estatístico	Probabilidade
Variáveis de Interesse	RH	0.000678	0.000912	0.743636	0.4571
	RE_DIVERS	0.000815	0.000693	1.175305	0.2399
	RR	-0.004305	0.001851	-2.326518	0.0200**
Variáveis de Controle	ALAVANCAGEM	0.020935	0.007233	2.894374	0.0038***
	RISCO	0.022158	0.004616	4.800059	0.0000***
	DIVERS_ESPEC	0.008512	0.007137	1.192694	0.2230
	VAREJO_N1	0.039272	0.009747	4.029186	0.0001****
	VAREJO_N2	0.028517	0.004357	6.545113	0.0000***
	D_CRISE	0.000698	0.004825	0.144673	0.8850
	C	0.080829	0.016770	4.819868	0.0000***
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	ROE			
	N	474			

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Nota: A Tabela 13 apresenta os resultados da regressão. Nas colunas constam os coeficientes, o erro-padrão, o z-estatístico e a significância das variáveis a ***1%; **5% e *10%.

Nesse modelo, apenas a variável de interesse que contempla o investimento em Recursos Intangíveis de Relacionamento (RR) obteve significância estatística, tendo um coeficiente negativo, o qual sinaliza uma variação negativa de 0,004305% no ROE para um aumento de um por cento (1%) nos investimentos em RR. O resultado obtido corrobora os modelos que utilizam Retorno Anormal e ROA como variáveis dependentes, equações (8) e (9). Dentre os modelos estimados, esse é o único em que a variável de interesse RH não obteve significância estatística.

As variáveis de controle ALAVANCAGEM e RISCO foram significativas, cujos coeficientes apresentaram o mesmo sinal que o modelo discutido anteriormente (Equação 9, ROA). O mesmo se aplica às variáveis *dummies* VAREJO_N1, VAREJO_N2 e B_NICHO, pois os resultados indicam que as instituições financeiras que atuam em nichos do mercado

(B_NICHO) têm um desempenho superior em relação às instituições financeiras de varejo nacionais e regionais com controle público (VAREJO_N1 e VAREJO_N2).

5.2 DADOS QUALITATIVOS: CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

A fim de caracterizar a amostra e contribuir na análise dos resultados obtidos através das regressões lineares e logística discutidas nas seções anteriores, coletaram-se dados qualitativos sobre os investimentos em ativos e recursos intangíveis nos relatórios anuais, demonstrações financeiras e notas explicativas divulgadas pelas instituições financeiras, no encerramento do ano de 2015. Conforme já mencionado, para auxiliar na análise dos dados e classificar as instituições financeiras de acordo com o reconhecimento que concedem aos ativos e recursos intangíveis, estabeleceram-se três categorias:

- a) Categoria 1: atenção aos ativos e recursos intangíveis;
- b) Categoria 2: relacionamento entre os investimentos em recursos intangíveis e as estratégias organizacionais;
- c) Categoria 3: resultado (desempenho) dos investimentos em recursos intangíveis.

O Quadro 12, a seguir, apresenta os resultados obtidos, indicando com um X qual(is) categoria(s) é(são) atendida(s) pelas instituições. A coluna denominada como Atuação e Controle remete às categorias utilizadas para classificar as instituições financeiras no que se refere ao ramo de atuação (varejo ou nicho) e ao tipo de controle (público ou privado) – como se pôde observar no Quadro 8, na seção 4.2. As referidas categorias também foram utilizadas para definir as variáveis *dummies* VAREJO_N1, VAREJO_N2 e B_NICHO presentes nos modelos.

Quadro 12 – Caracterização da Amostra

Instituições Financeiras	Categoria 1	Categoria 2	Categoria 3	Atuação e Controle
Banco ABC Brasil	X	-	-	B_NICHO
Banco Alfa	X	-	-	B_NICHO
Banco Amazônia	X	X	-	VAREJO_N2
Banco Bradesco	X	X	X	VAREJO_N1
Banco Daycoval	X	X	-	B_NICHO
Banco de Brasília (BRB)	X	X	-	VAREJO_N2
Banco do Brasil	X	X	X	VAREJO_N1
Banco do Estado do Espírito Santo (Banestes)	X	X	X	VAREJO_N2
Banco do Estado do Pará (Banpará)	X	X	-	VAREJO_N2
Banco do Estado do Rio Grande do Sul (Banrisul)	X	X	X	VAREJO_N2
Banco do Estado do Sergipe (Banese)	X	X	X	VAREJO_N2
Banco do Nordeste	X	X	-	VAREJO_N2
Banco Indusval	X	-	-	B_NICHO
Banco Itaú Unibanco	X	X	X	VAREJO_N1
Banco Panamericano	X	-	-	B_NICHO
Banco Pine	X	X	-	B_NICHO
Banco Santander	X	X	X	VAREJO_N1
Banco Sofisa	X	X	-	B_NICHO
Paraná Banco	X	-	-	B_NICHO

Fonte: Elaborado pela autora (2017).

Os dados presentes no Quadro 12 permitem reforçar as categorias relacionadas à atuação e ao tipo de controle das instituições financeiras, adotadas como variáveis *dummies* nos modelos estatísticos, visto que as instituições categorizadas em cada um dos grupos - Bancos de Varejo Nacionais (VAREJO_N1), Bancos de Varejo Regionais Públicos (VAREJO_N2) e Bancos de Nicho (B_NICHO) – apresentaram características semelhantes entre si.

Os Bancos de Varejo Nacionais (VAREJO_N1) divulgam informações que permitem evidenciar as três (3) categorias descritas, enaltecendo a expectativa de que essas instituições exibiriam um desempenho superior às demais por ter, teoricamente, seu desempenho pautado pelos investimentos em recursos intangíveis. Essa expectativa foi atendida através do resultado da variável *dummy* VAREJO_N1, no modelo que considera Valor de Mercado (VALOR_MERCADO) como variável dependente.

Os Bancos de Varejo Regionais (VAREJO_N2) atendem às Categorias 1 e 2, e alguns ainda divulgam informações sobre o resultado (desempenho) dos investimentos em recursos intangíveis (Banese, Banestes e Banrisul). Acredita-se que algumas instituições financeiras com controle público não divulgaram o impacto dos investimentos em recursos intangíveis no desempenho porque alguns desses investimentos podem ter um fim político ou social, não estratégico, dada a intervenção estatal nas operações dessas instituições. Na discussão dos resultados das estimações, foi possível identificar que apenas o modelo que utiliza o Q de Tobin (Q_TOBIN) como variável dependente indicou que os bancos de varejo regionais têm um desempenho superior aos demais.

Os Bancos de Nicho (B_NICHO) atendem apenas à primeira categoria que pode ser considerada como compulsória, devido à obrigatoriedade de reconhecimento dos ativos intangíveis, considerando a legislação contábil vigente e demais normas e recomendações. (BRASIL, 2007; CPC, 2010). Algumas instituições financeiras (Daycoval, Pine e Sofisa) divulgam que os investimentos em recursos intangíveis são estratégicos, mas não os relacionam com o desempenho. Esse resultado vem ao encontro do esperado, pois as instituições financeiras que atuam em nichos têm uma atuação mais restrita que as demais, considerando a sua estrutura física, o número de agências, os segmentos de atuação, dentre outros aspectos, e, portanto, têm menor espaço para a diferenciação através do investimento em recursos intangíveis. Todavia, os modelos que utilizam ROA (Equação 9) e ROE (Equação 10) como variáveis dependentes evidenciaram um desempenho superior aos bancos de nicho.

Por fim, é importante mencionar que as instituições financeiras de capital aberto contempladas nesta pesquisa divulgam diversos dados quantitativos e qualitativos sobre os investimentos em recursos intangíveis, principalmente as instituições presentes nas categorias VAREJO_N1 e VAREJO_N2, contudo entende-se que ainda há espaço para aprimorar a evidenciação de informações sobre os investimentos realizados, tanto sob o aspecto qualitativo, quanto quantitativo. (LEV, 2005, v. 2).

5.3 SÍNTESE DOS RESULTADOS OBTIDOS

Com o objetivo de sintetizar os resultados discutidos nas seções anteriores, apresentam-se algumas informações pertinentes às variáveis de interesse em cada um dos modelos estimados na Tabela 18, contemplando o coeficiente beta das variáveis, bem como o p-valor.

Tabela 18 – Resumo dos Resultados Obtidos nas Estimações

Variáveis Dependentes/de Interesse	RH (H1a)	RE_DIVERS (H1b)	RR (H1c)
Valor de Mercado	0,18884 (β) 0.0000 (p-valor)	-0,02538 (β) 0.0484 (p-valor)	0,17957 (β) 0.0000 (p-valor)
Q de Tobin	0,02793 (β) 0.0005 (p-valor)	-0.0056 (β) 0.3619 (p-valor)	0,13208 (β) 0.0000 (p-valor)
Retorno Anormal	0,12345 (β) 0.0346 (p-valor)	0,00076 (β) 0.9861 (p-valor)	-0,23996 (β) 0.0456 (p-valor)
ROA	0,000268 (β) 0.0112 (p-valor)	0,00005 (β) 0.4706 (p-valor)	-0,00073 (β) 0.0006 (p-valor)
ROE	0,000678 (β) 0.4571 (p-valor)	0,00081 (β) 0.2399 (p-valor)	-0,00430 (β) 0.0200 (p-valor)

Fonte: Elaborada pela autora (2017).

Os resultados obtidos para a variável de interesse RH indicam que os investimentos em recursos intangíveis humanos são aqueles que mais influenciam no desempenho organizacional. Com exceção do modelo que utiliza ROE como variável dependente (Equação 10), os demais denotam uma relação positiva e significativa entre os investimentos em recursos intangíveis humanos e o desempenho, corroborando o exposto na Hipótese H1a. (DATTA; DATTA-ISKINDAR, 2014; GAMBARDELLA; PANICO; VALENTINI, 2015; HALL 1992, 1993; KRAUSE; SEMADENI; WITHERS, 2016; MILLER; XU; MEHROTRA, 2015; SAKALAS; LIEPE, 2010; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015).

Tendo em vista que as instituições financeiras são organizações intelectualmente intensivas, esperava-se que os investimentos em RH fossem reconhecidos como recursos estratégicos, ou seja, aqueles que de fato geram um diferencial competitivo e um desempenho superior como consequência.

Em se tratando dos investimentos em Recursos Intangíveis de Relacionamento (RR), averiguou-se que não há uma convergência nos resultados obtidos. Todos os modelos revelaram que existe uma relação significativa entre RR e as variáveis dependentes, no entanto, enquanto os modelos que utilizam Valor de Mercado e Q de Tobin como variável dependente indicam uma relação positiva, isto é, que quanto maior o volume de investimentos em RR, maior o desempenho, os modelos que consideraram ROA e ROE como *proxies* para desempenho, evidenciam uma relação inversamente proporcional (negativa). O modelo que contempla o Retorno Anormal como variável dependente, mensurado através de uma regressão logística, corrobora os resultados dos modelos que utilizam ROA e ROE como variáveis dependentes, dado que a variável RR contribui no cálculo da probabilidade das instituições financeiras com retorno abaixo do mercado nesse modelo.

A ausência de convergência na relação entre RR e as variáveis dependentes pode ser interpretada à luz das informações consideradas como investimentos em Recursos Intangíveis de Relacionamento (RR), pois os dados disponibilizados pelas instituições financeiras compreendem despesas administrativas com comunicações, publicidade, propaganda, publicações e relações públicas, as quais podem ser consideradas, em termos gerais, como investimentos em comunicações. Os Recursos Intangíveis de Relacionamento compreendem a comunicação corporativa, bem como a reputação, a marca, a lealdade dos clientes, os canais de distribuição, as relações de longo prazo com públicos estratégicos, dentre outros. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000; KOHTAMAKI et al., 2012).

Os resultados obtidos pela variável RR também podem ser analisados, considerando as características dos dados coletados. Como tratam-se de informações secundárias, deve-se considerar a interpretação por parte de quem classifica os diferentes investimentos realizados e a possibilidade de que esses investimentos contemplem outros aspectos, que não somente relacionamento. Nas despesas/investimentos com/em comunicações, por exemplo, considera-se, dentre outros elementos, as despesas com telefone, as quais envolvem investimentos no relacionamento com o cliente, mas que também podem ser empregadas com outra finalidade.

Quanto aos Recursos Intangíveis Estruturais (RE), apenas o modelo que utiliza Valor de Mercado como variável dependente evidenciou uma relação significativa e inversamente proporcional para essa variável, considerando sua interação com o grau de diversificação *versus* especialização (DIVERS_ESPEC) das instituições financeiras (variável RE_DIVERS).

Acredita-se que a ausência de significância da variável RE_DIVERS nos demais modelos e a relação negativa evidenciada pelo modelo mencionado (Equação 6) se deve às características dos Recursos Intangíveis Estruturais. Primeiramente, deve-se considerar que os Recursos Intangíveis Estruturais oferecem um menor espaço para diferenciação, se comparados aos investimentos em Recursos Intangíveis Humanos, por exemplo. Facó (2006) concorda e afirma que o cenário bancário está fortemente marcado por sistemas de informações e aplicações em tecnologia da informação cada vez mais sofisticados, logo os investimentos em recursos tangíveis e intangíveis estruturais configuram-se apenas como um pré-requisito para os *players* que atuam nesse cenário.

A ausência de significância estatística também pode estar relacionada aos dados coletados, pois as instituições financeiras analisadas podem ter desenvolvido *softwares* para análise de risco de crédito, plataformas virtuais e aplicativos, internamente, contando com a colaboração de funcionários em geral, cujo investimento (em horas, em folha de pagamento) não consta, individualizado, nos relatórios gerenciais, nas demonstrações contábeis e nas notas explicativas, não possibilitando portanto abranger essas informações na coleta dos dados utilizados nesta pesquisa.

Por fim, os resultados expostos na Tabela 18 e discutidos nesta seção viabilizaram a comprovação da relação proposta na Hipótese H1a, evidenciando que os investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH) influenciaram positivamente no desempenho das instituições financeiras, considerando tanto o desempenho contábil (ROA), quanto de mercado (Valor de Mercado, Q de Tobin e Retorno Anormal). No que se refere às demais hipóteses (H1, H1b e H1c), os resultados obtidos não permitiram comprovar as relações teóricas estabelecidas.

5.4 DISCUSSÃO TEÓRICA

Primeiramente, esta pesquisa contribui com a literatura de administração estratégica ao auxiliar no entendimento de como os elementos internos, denominados como recursos intangíveis, influenciam no desempenho organizacional. (COSTA; COOL; DIERICKX, 2013; CROOK et al., 2008).

Utilizando-se de informações secundárias sobre os investimentos em diferentes recursos intangíveis, dados longitudinais, contemplando uma amostra representativa da população de instituições financeiras de capital aberto estabelecidas no Brasil, consideradas como organizações intelectualmente intensivas, a pesquisa oportunizou também avançar no

entendimento da relação entre os recursos estratégicos e o desempenho organizacional, preconizada pela Visão Baseada nos Recursos (VBR). (BRAHIM; ARAB, 2011; MAKADOK, 2001; MOLLOY et al., 2011; NEWBERT, 2007; SACUI; SALA, 2012; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015; ZIGAN, 2013).

De maneira objetiva, os resultados obtidos permitiram identificar que os investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH) configuram-se como uma das principais fontes de obtenção de um desempenho superior para as instituições financeiras analisadas, tanto sob o aspecto contábil-financeiro, quanto de mercado. Salienta-se que, além de corroborar a aceitação da Hipótese H1a, o modelo que contempla o Retorno Anormal como variável dependente possibilitou identificar a influência dos investimentos em RH no desempenho, em termos de volume (em milhares de R\$), identificando uma faixa de investimentos (um intervalo) que resultou em um diferencial competitivo para as instituições financeiras contempladas na amostra.

Considerando-se a literatura que explora a relação entre os recursos intangíveis e o desempenho organizacional, pode-se inferir que a pesquisa apresentou alguns avanços. Primeiramente, utilizou-se dos valores dos investimentos em diferentes recursos intangíveis como *proxies* do valor dos recursos intangíveis, diferentemente de estudos como o de Ang e Wight (2009), que consideraram a classificação promulgada pela Revista Fortune para a pesquisa intitulada: *American Most Admired Companies* como medida para a reputação corporativa, e de Vomberg, Homburg e Bornemann (2015), que recorreram às classificações divulgadas por pesquisas de mercado do *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) e do *Harris Poll EquiTrend* como métricas para o valor do capital humano e da marca das organizações, respectivamente. A utilização de classificações baseadas em pesquisas de mercado como *proxies* para o valor dos recursos intangíveis apresenta limitações, posto que existe uma tendência de que essas classificações sejam altamente dependentes do desempenho financeiro das organizações. (DAVIES et al., 2001).

Esta pesquisa também colaborou para o entendimento da relação entre os recursos intangíveis e o desempenho organizacional, ao considerar medidas contábeis (ROA, ROE) e de mercado (Valor de Mercado, Q de Tobin e Retorno Anormal) como *proxies* para desempenho. (BROMILEY; RAU, 2014). Ang e Wight (2009), por exemplo, utilizaram apenas o ROA como medida representativa do desempenho organizacional, relacionando essa medida com a reputação corporativa. Brahim e Arab (2011) identificaram o Lucro Operacional das

organizações como medida para o desempenho organizacional (como variável dependente) ao estudar a relação entre os recursos intangíveis e o desempenho. Vomberg, Homburg e Bornemann (2015), por sua vez, consideraram o Q de Tobin e o valor do Fluxo de Caixa das organizações como indicadores para o desempenho organizacional e relacionaram essas medidas com classificações (escores) referentes ao valor da marca e do capital humano das organizações.

O cálculo do Q de Tobin, utilizado por Vomberg, Homburg e Bornemann (2015) e pela autora desta pesquisa como variável representativa do desempenho organizacional, considera dados de mercado e informações contábil-financeiras das organizações. O valor do Fluxo de Caixa pode ser caracterizado como uma medida contábil-financeira; já o ROA e o Lucro Operacional são medidas unicamente contábeis. Embora os dados contábeis sejam relevantes para a análise do desempenho organizacional, os quais foram contemplados nesta pesquisa pela sua representatividade na literatura, entende-se que a utilização de medidas contábeis, de forma isolada, para a análise da relação entre os recursos intangíveis e o desempenho é insuficiente. Devido à diferença entre o valor de mercado e o valor contábil das organizações – que decorre em parte, da existência de recursos intangíveis não contabilizados – as pesquisas que envolvem os recursos intangíveis demandam a utilização de dados de mercado como *proxies* para o desempenho organizacional. (LEV, 2005, v. 2; PEREZ; FAMÁ, 2006).

A ausência de convergência na relação entre os investimentos em diferentes tipos de recursos intangíveis e o desempenho – característica abordada nas seções 5.1.1 e 5.3 – não permitiu analisar a influência dos investimentos em recursos intangíveis em conjunto (variável SUM_RI) no desempenho. Teoricamente, a análise do desempenho de um tipo de recurso intangível isoladamente é vista como uma limitação, devido à presença de ambiguidade causal na relação entre os investimentos em recursos intangíveis e o desempenho (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015), cuja discussão teórica subsidiou a construção da Hipótese H1.

Inicialmente, depreende-se que a análise do desempenho dos recursos intangíveis isoladamente (RH, RE_DIVERS e RR) configurou-se como uma limitação desta pesquisa, contudo trata-se de uma característica relevante a ser considerada, a qual emergiu no processo de análise dos dados e é resultante da relação entre teoria e prática. A ausência de convergência nas relações entre os investimentos em diferentes tipos de recursos intangíveis e as variáveis dependentes dos modelos suscita uma reflexão sobre a viabilidade em operacionalizar o

pressuposto teórico da ambiguidade causal na análise do desempenho dos recursos intangíveis. Nesse sentido, defende-se que os resultados obtidos para as variáveis de interesse decorreram da existência de diferentes *core competencies* desenvolvidas por cada instituição financeira, as quais são constituídas por recursos que são cuidadosamente alocados pela gestão e que têm desempenhos heterogêneos. (PRAHALAD; HAMMEL, 1990).

No que tange ao modelo teórico adotado e adaptado aos interesses desta pesquisa para a classificação dos recursos intangíveis e a identificação dos elementos que podem ser considerados como investimentos em recursos intangíveis, algumas observações são pertinentes. Na sequência apresenta-se o Quadro 13, o qual contempla a proposta de classificação dos ativos intangíveis de Kayo (2002) e de Kayo et al. (2006), discutida no capítulo 2.

Quadro 13 – Proposta de Classificação dos Ativos Intangíveis

Categorias	Ativos Intangíveis
Ativos Humanos	<ul style="list-style-type: none"> • conhecimento; talento; capacidade; habilidade e experiência dos empregados; • administração superior ou empregados-chave; • treinamento e desenvolvimento; entre outros.
Ativos de Inovação	<ul style="list-style-type: none"> • pesquisa e desenvolvimento; • patentes; • fórmula secretas; • <i>know-how</i> tecnológico; entre outros.
Ativos Estruturais	<ul style="list-style-type: none"> • processos; • <i>softwares</i> proprietários; • banco de dados; • sistemas de informação; • sistemas administrativos; • inteligência de mercado; • canais de mercado; entre outros.
Ativos de Relacionamento (com públicos estratégicos)	<ul style="list-style-type: none"> • marcas; • logos; • <i>trademarks</i>; • direitos autorais (obras literárias, de softwares e etc.); • contratos com clientes, fornecedores, etc.; • contratos de licenciamento, franquias e etc.; • direitos de exploração mineral, de água e etc.; dentre outros.

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Kayo (2002) e Kayo et al. (2006).

Além de uma reflexão sobre a operacionalização de alguns elementos considerados como ativos intangíveis em pesquisas aplicadas, como conhecimento, talento, capacidade, habilidade e *know-how* tecnológico, a classificação de alguns ativos e recursos intangíveis instiga questionamentos. Classificar canais de mercado e inteligência de mercado, por exemplo, como ativos intangíveis estruturais é questionável, posto que esses elementos estão diretamente relacionados aos ativos/recursos intangíveis de relacionamento das organizações. (FERNÁNDEZ; MONTES; VÁSQUEZ, 2000; KOHTAMAKI et al., 2012). Outro aspecto relevante a ser ponderado é a importância de cada uma das categorias de recursos intangíveis, considerando-se a área de atuação das organizações e as *core competencies* requeridas em cada mercado.

Para as organizações intelectualmente intensivas, como as instituições financeiras, os Recursos Intangíveis Humanos configuram-se como os principais recursos para desenvolvimento de uma vantagem competitiva e um desempenho superior, logo os investimentos em treinamento e em desenvolvimento dos colaboradores tornam-se mais relevantes que os investimentos em sistemas de informação, por exemplo, reconhecidos como Recursos Intangíveis Estruturais. Em contrapartida, para as organizações que atuam na indústria farmacêutica, os Recursos Intangíveis de Inovação são reconhecidos como estratégicos, justificando a realização de um volume superior de investimentos em pesquisa e em desenvolvimento. (AMADIEU; VIVIANI, 2010).

Em suma, as características das organizações suscitam a necessidade de desenvolver uma taxonomia que considere as particularidades de cada ramo de atuação (segmento, mercado). Assim, uma forma de considerar o contexto mercadológico dos diferentes ramos de atuação sem perder a capacidade de generalização da taxonomia proposta por Kayo (2002) e de Kayo et al. (2006) seria atribuir pesos diferentes para as categorias de recursos intangíveis, conforme a sua contribuição na geração de vantagem competitiva em diferentes mercados.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa buscou contribuir no entendimento das causas da heterogeneidade no desempenho das empresas, uma das preocupações centrais para os teóricos que atuam no campo de pesquisa em administração estratégica. (COSTA; COOL; DIERICKX, 2013; CROOK et al., 2008).

A área de administração estratégica conta com diversas correntes teóricas que partilham do mesmo objetivo deste estudo e que consideram: a) fatores internos, como recursos, capacidades, conhecimento, competências, dentre outros elementos; ou b) fatores externos à organização, como o posicionamento estratégico da organização, as características da indústria, do mercado, dentre outros aspectos. Tendo em vista o questionamento sobre a viabilidade dos modelos clássicos em explicar porque as organizações presentes em uma mesma indústria têm desempenhos heterogêneos (KUMLU, 2014; VILLALONGA, 2004), e a importância da gestão dos recursos internos para a obtenção e a manutenção de uma vantagem competitiva na atualidade, a análise dos recursos internos foi adotada nesta pesquisa, considerando a Visão Baseada nos Recursos (VBR) como fio condutor. (CHADWICK; SUPER; KWON, 2015; MITRA; NEALE, 2014).

A VBR defende que a posse de recursos estratégicos proporciona um desempenho superior às organizações. (BARNEY, 1991). Os recursos organizacionais podem ser elementos tangíveis ou intangíveis, sendo que os últimos são reconhecidos como direcionadores do desempenho empresarial e configuram-se como objeto desta pesquisa. (AMADIEU; VIVIANI, 2010; BOJ; RODRIGUEZ-RODRIGUEZ; ALFARO-SAIZ, 2014; KUMAR, 2009; LOW; LEE, 2014; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015; ZIGAN, 2013). Como a mensuração do valor dos recursos intangíveis apresenta algumas limitações, os investimentos em recursos intangíveis foram considerados como *proxies* do valor dos recursos intangíveis nesta pesquisa, e foram relacionados com o desempenho das instituições financeiras de capital aberto estabelecidas no Brasil, a fim de identificar como os investimentos em recursos intangíveis influenciam no desempenho organizacional.

A discussão teórica proposta contribuiu para a construção de quatro (4) hipóteses de pesquisa, a saber: a) H1: quanto maior o investimento em recursos intangíveis, maior o desempenho organizacional; b) H1a: quanto maior o investimento em recursos intangíveis humanos, maior o desempenho organizacional; c) H1b: quanto maior o investimento em

recursos intangíveis estruturais, maior o desempenho organizacional; e d) H1c: quanto maior o investimento em recursos intangíveis de relacionamento, maior o desempenho organizacional.

Os dados coletados compreenderam o período de 2008 a 2015, abrangendo informações trimestrais sobre os investimentos em recursos intangíveis e sobre o desempenho de dezenove (19) instituições financeiras de capital aberto estabelecidas no Brasil. Como as hipóteses de pesquisa pressupõem uma relação de dependência entre os investimentos em recursos intangíveis e o desempenho organizacional, os modelos empíricos foram estimados através de regressões lineares múltiplas e logística, utilizando os *softwares* Eviews® e R® como ferramentas de apoio.

Os resultados obtidos permitem inferir que os investimentos em Recursos Intangíveis Humanos (RH) são aqueles que mais influenciaram no desempenho das instituições financeiras contempladas na amostra, considerando tanto dados contábeis (ROA), quanto dados de mercado (Valor de Mercado, Q de Tobin e Retorno Anormal) como variáveis dependentes, corroborando a relação teórica proposta na hipótese H1a. No que se refere aos demais recursos intangíveis contemplados, Estruturais (RE_DIVERS) e de Relacionamento (RR), os resultados obtidos não foram convergentes, suscitando diferentes interpretações relacionadas às características desses recursos e às informações consideradas na coleta dos dados, conforme discutido anteriormente.

Além de atender às sugestões presentes na literatura da VBR sobre a operacionalização dos recursos intangíveis, dentre elas: a) analisar diferentes recursos intangíveis, b) contemplar dados longitudinais, e c) considerar mais de uma organização como unidade de análise (BRAHIM; ARABI, 2011; CHEN; DANBOLT; HOLLAND, 2014; MOLLOY et al., 2011; ZIGAN, 2013), a pesquisa viabilizou algumas contribuições para o campo de pesquisa em administração estratégica. Primeiramente, a utilização dos investimentos em recursos intangíveis como representantes do valor dos recursos intangíveis e de dados contábeis e de mercado sobre o desempenho organizacional configura-se como um avanço em relação aos estudos que partilham do mesmo objetivo desta pesquisa e que abrangem classificações baseadas em pesquisas de mercado como *proxies* do valor dos recursos intangíveis e apenas dados contábeis e financeiros sobre o desempenho das organizações. (ANG; WIGHT, 2009; BRAHIM; ARAB, 2011; VOMBERG; HOMBURG; BORNEMANN, 2015). Sendo assim, os resultados obtidos contribuem para o entendimento

da relação entre os recursos intangíveis e o desempenho organizacional através de um *olhar* diferente sobre o valor dos recursos intangíveis, tanto no que se refere ao método utilizado, quanto em relação aos dados contemplados.

A pesquisa também contribui com o campo de pesquisa da VBR ao questionar a viabilidade em operacionalizar o pressuposto teórico da ambiguidade causal na análise do desempenho dos recursos intangíveis, considerando a heterogeneidade no desempenho dos recursos intangíveis e as diferentes *core competencies* organizacionais. (PRAHALAD; HAMMEL, 1990). Finalmente, a análise crítica sobre o modelo teórico adotado contribui na operacionalização dos recursos intangíveis, tanto no que tange à categorização dos recursos intangíveis (humanos, de inovação, estrutural ou de relacionamento), quanto no tocante à importância de cada uma das categorias, considerando a área de atuação das organizações e as *core competencies* requeridas em cada mercado. (AMADIEU; VIVIANI, 2010).

Quanto às limitações, menciona-se a utilização de informações pertinentes aos investimentos em alguns tipos de recursos intangíveis (RH, RE e RR), desconsiderando os investimentos em ativos de inovação, por exemplo. Enfatiza-se que essa limitação decorre da ausência de informações nos relatórios e nas demonstrações contábeis, bem como pela indisponibilidade das instituições financeiras em divulgar informações adicionais. A utilização do relatório gerencial e das demonstrações financeiras padronizadas de encerramento do ano de 2015 exclusivamente para a análise qualitativa das informações sobre os recursos intangíveis e sobre a relação dos mesmos com a estratégia e com o desempenho também pode ser considerada como uma limitação, visto que uma análise longitudinal contribuiria no entendimento da evolução das organizações, no que diz respeito à divulgação de informações que permitam evidenciar as categorias estabelecidas.

Por fim, apontam-se alguns caminhos para futuras pesquisas sobre os recursos intangíveis. Embora os estudos de Chadwick, Super e Kwon (2015) e de Ndofor, Sirmon e He (2015) tenham contribuído com a temática de *Resource Orchestration* – que considera o papel dos gestores no desenvolvimento, na utilização e na alavancagem dos recursos organizacionais – percebeu-se que a literatura da VBR ainda carece de pesquisas que compreendam o papel dos gestores na aplicação (gestão) dos investimentos em recursos intangíveis e na geração de recursos de alto valor. A fim de contribuir na superação dessa carência, fomentam-se pesquisas sobre a atuação dos gestores no desenvolvimento de recursos intangíveis, considerando alguns elementos como moderadores das ações gerenciais:

as *core competencies* organizacionais, os valores dos investimentos em recursos intangíveis realizados no passado, o histórico do desempenho organizacional, dentre outros aspectos. (BRYANT, 2003; MANNOR; SHAMSIE; CONLON, 2016; MARCH, 1991).

Estudar os recursos intangíveis através de uma abordagem multidisciplinar também configura-se como uma sugestão para pesquisas futuras. Embora alguns autores tenham avançado na operacionalização e na mensuração dos recursos intangíveis, como Gu e Lev (2003), Silva et al. (2013) e Vomberg, Homburg e Bornemann (2015), ainda discute-se sobre a necessidade de uma abordagem teórica sólida para a Visão Baseada nos Recursos (VBR), a qual torne os recursos intangíveis mais tangíveis no que concerne à mensuração de valor.

Nessa perspectiva, a união de esforços de abordagens e de ferramentas empregadas em diferentes áreas do conhecimento, como a Economia e a Psicologia, contribuiria para o entendimento de como os recursos intangíveis geram valor. Enquanto as abordagens utilizadas no campo de pesquisa em Psicologia podem auxiliar na compreensão da origem dos recursos intangíveis, considerando o contexto social no qual são desenvolvidos, as teorias econômicas facilitariam na compreensão da influência do contexto econômico (do mercado) no desenvolvimento dos recursos intangíveis. (MOLLOY et al., 2001).

REFERÊNCIAS

- ALVARENGA, Rodrigo de. **Uma análise dinâmica do setor bancário brasileiro, suas capacidades dinâmicas e os acordos de Basiléia**. 2014. 70 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Desenvolvimento Econômico) – Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2014. Disponível em: <<http://acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/37139/R%20-%20D%20-%20RODRIGO%20DE%20ALVARENGA.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 30 abr. 2015.
- AMADIEU, Paul; VIVIANI, Jean-Laurent. Intangible effort and performance: the case of the French Wine Industry. **Agribusiness**, Malden, v. 26, n. 2, p. 280-306, 2010. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/agr.20226/full>>. Acesso em: 30 abr. 2015.
- ANG, Siah Hwee; WIGHT, Ana-Maria. Building intangible resources: the stickiness of reputation. **Corporate Reputation Review**, Oxford, v. 12, n. 1, p. 21-32, Mar. 2009. Disponível em: <<http://link.springer.com/article/10.1057%2Fcr.2009.3>>. Acesso em: 05 set. 2016.
- ANSOFF, H. Igor. The firm of the future. **Harvard Business Review**, Brighton, Sept. 1965. Disponível em: <<https://hbr.org/1965/09/the-firm-of-the-future>>. Acesso em: 30 abr. 2015.
- ANTUNES, Maria Thereza Pompa; MARTINS, Eliseu. Capital intelectual: verdades e mitos. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, v. 13, n. 29, p. 41-54, maio/ago. 2002. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v13n29/v13n29a03.pdf>>. Acesso em: 27 maio 2015.
- ANTUNES, Maria Thereza Pompa; MARTINS, Eliseu. Capital intelectual: seu entendimento e seus impactos no desempenho de grandes empresas brasileiras. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, São Leopoldo, v. 4, n. 1, p. 5-21, jan./abr. 2007. Disponível em: <<http://revistas.unisinos.br/index.php/base/article/view/5588/2792>>. Acesso em: 27 maio 2015.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Basileia III no Brasil**. Rio de Janeiro, 26 mar. 2015. Documento em PDF.
- BALTAGI, Badi H. **Econometric analysis of panel data**. 3rd. England: John Wiley & Sons, 2005.
- BALTAGI, Badi H. **Econometric analysis of panel data**. 4th ed. New York: John Wiley & Sons, 2008.
- BALTAGI, Badi H.; CHANG, Young-Jae; LI, Qi. Testing for random individual and time effects using unbalanced panel data. In: FOMBY, Thomas B.; HILL, R. Carter (Ed.). **Messy data**. West Yorkshire: Emerald Group Publishing, 1999. p. 1-20. (Advances in econometrics, v. 13). Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/S0731-9053%281999%290000013003>>. Acesso em: 07 jul. 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Relação de agências, postos de atendimento e filiais de administradoras de consórcios (transferência de arquivos)**: agências. Brasília, DF, 2016. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/fis/info/agencias.asp>>. Acesso em: 02 fev. 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Resolução nº 2.099, de 17 de agosto de 1994**. Aprova regulamentos que dispõem sobre as condições relativamente ao acesso ao Sistema Financeiro Nacional, aos valores mínimos de capital e patrimônio líquido ajustado, à instalação de dependências e à obrigatoriedade da manutenção de patrimônio líquido ajustado em valor compatível com o grau de risco das operações ativas das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/43270/Res_2099_v25_P.pdf>. Acesso em: 15 dez. 2016.

BANCO DO BRASIL (BB). **Adquire controle do Banco Patagônia**. Brasília, DF, 31 dez. 2009. Disponível em: <<http://www.bb.com.br/portalbb/page20,138,5505,0,0,1,8.bb?codigoNoticia=23595>>. Acesso em: 03 mar. 2016.

BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL (BIC): **Fato relevante**. São Paulo, 19 out. 2015. Documento em PDF.

BANCO PANAMERICANO. **Demonstrações financeiras**: consolidadas especiais – IFRS. São Paulo, 31 dez. 2010. Documento em PDF.

BARNEY, Jay B. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, Stillwater, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991. Disponível em: <[https://business.illinois.edu/josephm/BA545_Fall%202011/S10/Barney%20\(1991\).pdf](https://business.illinois.edu/josephm/BA545_Fall%202011/S10/Barney%20(1991).pdf)>. Acesso em: 15 mar. 2015.

BARNEY, Jay B.; WRIGHT, Mike; KETCHEN JR., David J. The resource based view of the firm: ten years after 1991. **Journal of Management**, Stillwater, v. 27, n. 6, p. 625-641, Nov./Dec. 2001. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0149206301001143>>. Acesso em: 20 mar. 2015.

BARNEY, Jay. B.; HESTERLY, William. Economia das organizações: entendendo a relação entre as organizações e a análise econômica. In: CLEGG, Stewart R.; HARDY, Cynthia; NORD, Walter R. (Org.). **Handbook de estudos organizacionais**. Organizadores da edição brasileira: Miguel Caldas, Roberto Fachin e Tânia Fischer. São Paulo: Atlas, 2009. v. 3: Ação e análise organizacionais, p. 131-179. Documento em PDF.

BARNEY, Jay. B.; KETCHEN JR., David J.; WRIGHT, Mike. The future of resource-based theory: revitalization or decline? **Journal of Management**, Stillwater, v. 37, n. 5, p 1299-1315, Sept. 2011. Special Issue: Twenty Years of Resource-Based Theory. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/254121263_The_Future_of_Resource-Based_Theory>. Acesso em: 31 mar. 2015.

BAUM, Christopher F. **An introduction to modern econometrics using stata**. College Station: Stata Press, 2006.

BITITCI, Umit et al. Performance measurement: challenges for tomorrow. **International Journal of Management Reviews**, Malden, v. 14, n. 3, p. 305-327, Sept. 2012. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-2370.2011.00318.x/abstract>>. Acesso em: 30 abr. 2015.

BM&FBOVESPA. **Empresas listadas**: setor de atuação: financeiro e outros: bancos. São Paulo, 2015. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 12 mar. 2015.

BOAVENTURA, Edivaldo M. **Metodologia da pesquisa**: monografia, dissertação, tese. São Paulo: Atlas, 2004.

BOJ, Jorge Juan; RODRIGUEZ-RODRIGUEZ, Raul; ALFARO-SAIZ, Juan-Jose. An ANP-multi-criteria-based methodology to link intangible assets and organizational performance in a Balanced Scorecard context. **Decision Support Systems**, Amsterdam, v. 68, p. 98-110, Dec. 2014. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0167923614002474>>. Acesso em: 15 jan. 2016.

BRAHIM, Houneida Ben; ARAB, Mounira Ben. The effect of intangible resources on the economic performance of the firm. **Journal of Business Studies Quarterly**, Antioch, v. 3, n. 1, p. 36-59, 2011. Disponível em: <<http://connection.ebscohost.com/c/articles/76559744/effect-intangible-resources-economic-performance-firm>>. Acesso em: 30 nov. 2016.

BRAINARD, William C.; TOBIN, James. Pitfalls in financial model building. **The American Economic Review**, Nashville, v. 58, n. 2, p. 99-122, May 1968. Disponível em: <<http://www.cs.northwestern.edu/~paritosh/papers/sketch-to-models/pitfalls-in-economic-modeling.pdf>>. Acesso em: 13 jun. 2014.

BRASIL. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm>. Acesso em: 17 nov. 2016.

BREUSCH, T. S.; PAGAN, A. R. The lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. **The Review of Economic Studies**, Oxford, v. 47, n. 1, p. 239-253, Jan. 1980. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2297111?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 07 jul. 2016.

BRITO, Eliane Pereira Zamith; BRITO, Luiz Artur Ledur; MORGANTI, Fábio. Inovação e o desempenho empresarial: lucro ou crescimento? **RAE-eletrônica**, São Paulo, v. 8, n. 1, Art. 6, jan./jun. 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/raeel/v8n1/a07v8n1.pdf>>. Acesso em: 08 dez. 2016.

BRITO, Giovani Antônio Silva; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, v. 18, n. 43, p. 9-19, jan./abr. 2007. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v18n43/a02v1843.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2016.

BROMILEY, Philip; RAU, Devaki. Towards a practice-based view of strategy. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 35, n. 8, p. 1249-1256, Aug. 2014. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2238/abstract>>. Acesso em: 15 maio 2016.

BROOKING, Annie. **El capital intelectual: el principal activo de las empresas del tercer milenio**. Barcelona: Paidós Ibérica, 1997.

BROWN, Brad; PERRY, Susan. Removing the financial performance halo from Fortune's most admired companies. **Academy of Management Journal**, Champaign, v. 37, n. 5, p. 1347-1359, Oct. 1994. Disponível em: <<http://amj.aom.org/content/37/5/1347.full.pdf+html>>. Acesso em: 30 maio 2015.

BRYANT, Scott E. The role of transformational and transactional leadership in creating, sharing and exploiting organizational knowledge. **The Journal of Leadership and Organizational Studies**, Thousand Oaks, v. 9, n. 4, p. 32-44, Nov. 2003. Documento em PDF.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. The influence of the ownership and control structure on corporate market value in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, maio/ago. 2013. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v24n62/05.pdf>>. Acesso em: 30 nov. 2015.

CALLEGARI-JACQUES, Sidia M. **Bioestatística: princípios e aplicações**. Porto Alegre: Artmed, 2003.

CAMARGO, A. S.; MATIAS, A. B.; MERLO, E. M. **Desempenho dos bancos comerciais e múltiplos de grande porte no Brasil**. São Paulo: Mimeo, 2004.

CARMAGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Estudos de eventos: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 1-20, jul./set. 2003. Disponível em: <<http://www.regeusp.com.br/arquivos/v10n3art1.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2016.

CARMELI, Abraham. Assessing core intangible resources. **European Management Journal**, London, v. 22, n. 1, p. 110-122, Feb. 2004. Disponível em: <<http://www.science-direct.com/science/article/pii/S0263237303001580>>. Acesso em: 30 maio 2015.

CARMELI, Abraham; TISHLER, Asher. Perceived organizational reputation and organizational performance: an empirical investigation of industrial enterprises. **Corporate Reputation Review**, Oxford, v. 8, n. 1, p. 13-30, Apr. 2005. Disponível em: <https://www.research-gate.net/publication/233662363_Perceived_Organizational_Reputation_and_Organizational_Performance_An_Empirical_Investigation_of_Industrial_Enterprises>. Acesso em: 15 mar. 2015.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 4, t. 2.

CHADWICK, Clint; SUPER, Janice F.; KWON, Kiwook. Resource orchestration in practice: CEO emphasis on SHRM, commitment-based HR systems and firm performance. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 36, n. 3, p. 360-376, Mar. 2015. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2217/abstract>>. Acesso em: 20 out. 2016.

CHANDLER JR., Alfred D. **Strategy and structure**: chapters in the history of the american industrial enterprise. Cambridge: MIT Press, 1962.

CHANG, Sungyong; KOGUT, Burce; YANG, Jae-Suk. Global diversification discount and its discontents: a bit of self-selection makes a world of difference. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 37, n. 11, p. 2254-2274, 2016. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2574/pdf>>. Acesso em: 30 nov. 2016.

CHEN, Lei; DANBOLT, Jo; HOLLAND, John. Rethinking bank business models: the role of intangibles. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 27, n. 3, p. 563-589, 2014. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/pdfplus/10.1108/AAAJ-11-2012-1153>>. Acesso em: 27 maio 2015.

CHINA CONSTRUCTION BANK (CCB). **Perfil**. São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://www.br.ccb.com/menu/Institucional/Perfil-30>>. Acesso em: 30 out. 2016.

CHOONG, Kwee Keong. Intellectual capital: definitions, categorization and reporting models. **Journal of Intellectual Capital**, Bradford, v. 9, n. 4, p. 609-38, 2008. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/14691930810913186>>. Acesso em: 30 maio 2015.

CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, Tampa, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994. Disponível em: <<https://www.acsu.buffalo.edu/~keechung/A%20Simple%20Approximation%20of%20Tobin's%20q.pdf>>. Acesso em: 27 maio 2015.

CIPRIAN, Giju George et al. From visible to hidden intangible assets. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, Oxford, v. 62, p. 682-688, Oct. 2012. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877042812035574>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

COHEN, Jeffrey. **Intangible assets**: valuation and economic benefit. New Jersey: John Wiley & Sons, 2005.

COLAUTO, Romualdo Douglas; NOGUEIRA, Igor Vasconcelos; LAMOUNIER, Wagner Moura. Q de Tobin e indicadores financeiros tradicionais em companhias siderúrgicas com ações na BOVESPA e NYSE. **Enfoque**: reflexão contábil, Maringá, v. 28, n. 3, p. 9-23, set./dez. 2009. Disponível em: <<http://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/9516/5437>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

COLLIS, Jil; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração**: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Conheça o CPC**. Brasília, DF, 2016. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/CPC/Conheca-CPC>>. Acesso em: 17 nov. 2016.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamento técnico CPC 04 (R1)**: ativo intangível. Brasília, DF, 2010. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/187_CPC_04_R1_rev%2006.pdf>. Acesso em: 17 nov. 2016.

COSTA, Luís Almeida; COOL, Karel; DIERICKX, Ingemar. The competitive implications of the deployment of unique resources. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 34, n. 4, p. 445-463, Apr. 2013. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2018/abstract>>. Acesso em: 15 ago. 2016.

CREMA, Maria; NOSELLA, Anna. Intangible assets management and evaluation: evidence from SMEs. **Engineering Management Journal**, Huntsville, v. 26, n. 1, p. 8-20, 2014. Disponível em: <<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/10429247.2014.11432000>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

CROOK, T. Russell et al. Strategic resources and performance: a meta-analysis. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 29, n. 11, p. 1141-1154, Nov. 2008. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.703/abstract>>. Acesso em: 10 out. 2015.

CROSS, Kelvin F.; LYNCH, Richard L. Managing - the corporate warriors. **Quality Progress**, Milwaukee, v. 23, n. 4, p. 54-59, Apr. 1990. Disponível em: <<http://asq.org/qic/display-item/?item=12403>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DATTA, Sudip; DATTA-ISKINDAR, Mai. Upper-Echelon executive human capital and compensation: Generalist Vs Specialist Skills. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 35, n. 12, p. 1853-1866, Dec. 2014. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2267/abstract>>. Acesso em: 15 nov. 2016.

DAVIES, G. et al. The personification metaphor as a measurement approach for corporate reputation. **Corporate Reputation Review**, Oxford, v. 4, n. 2, p. 113-127, 2001. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/233554558_The_Personification_Metaphor_as_a_Measurement_Approach_for_Corporate_Reputation>. Acesso em: 25 dez. 2016.

DUMITRESCU, Adriana Sofia. Intangible assets: are these resources sufficiently visible and properly controlled? **Accounting and Management Information Systems**, Bucharest, v. 11, n. 4, p. 545-563, 2012. Disponível em: <ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/ami/articles/11_4_3.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2015.

EDVINSSON, Leif; MALONE, Michael S. **Capital intelectual**. São Paulo: Makron Books, 1998.

EINSTEIN, Albert. **Epígrafes legais**. São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://www.epigrafeslegais.org/2009/11/menos-que-modifiquemos-nossa-maneira-de.html>>. Acesso em: 05 set. 2016.

EIEWS. **Panel equation testing**. [S.l.], 2016a. Disponível em: <http://www.eviews.com/help/helpintro.html#page/content/panel-Panel_Equation_Testing.html>. Acesso em: 07 jul. 2016.

EIEWS. **Whites Heterocedastiky test and panel**. [S.l.], 2016b. Disponível em: <<http://forums.eviews.com/viewtopic.php?t=1043>>. Acesso em: 03 nov. 2016.

FACÓ, Júlio Francisco Blumetti. O processo de desenvolvimento de novos produtos em ambientes de informação intensiva: uma análise exploratória aplicada ao setor de bancos de varejo do Brasil. 2006. 213 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, 2006. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2253/154937.pdf?sequence=2&isAllowed=y>>. Acesso em: 03 nov. 2016.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres de C. Barros. *Q* de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, out./dez. 2000. Disponível em: <<http://www.regeusp.com.br/arquivos/v07-4art03.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

FAULKNER, David O.; CAMPBELL, Andrew. Introduction. In: FAULKNER, David O.; CAMPBELL, Andrew (Ed.). **The Oxford handbook of strategy: a strategy overview and competitive strategy**. Oxford: Oxford University Press, 2006. p. 1-26.

FERNÁNDEZ, Esteban; MONTES, José M.; VÁSQUEZ, Camilo J. Typology and Strategic Analysis of Intangible Resources: a resourced based approach. **Technovation**, Essex, v. 20, n. 2, p. 81-92, Feb. 2000. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0166497299001157>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). **Statement of financial accounting standards n. 141 (revised 2007): business combinations**. Norwalk, 2010. Disponível em: <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1175802017611&acceptedDisclaimer=true>. Acesso em: 17 nov. 2016.

FRANK, Douglas H.; OBLOJ, Tomasz. Firm-specific human capital, organizational incentives and agency costs: evidence from retail banking. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 35, n. 9, p. 1279-1301, Sept. 2014. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2148/abstract>>. Acesso em: 10 nov. 2016.

GAMBARDELLA, Alfonso; PANICO, Claudio; VALENTINI, Giovanni. Strategic incentives to human capital. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 36, n. 1, p. 37-52, Jan. 2015. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2200/abstract>>. Acesso em: 05 set. 2016.

GAVETTI, Giovanni. Cognition and hierarchy: rethinking the microfoundations of capabilities development. **Organization Science**, Providence, v. 16, p. 599-617, Dec. 2005. Disponível em: <<http://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/orsc.1050.0140>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

GERHARDT, Tatiana Engel et al. Estrutura do projeto de pesquisa. In: GERHARDT, Tatiana Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo (Org.). **Métodos de pesquisa**. Porto Alegre: Ed. UFRGS, 2009. p. 65-88. (Série educação a distância EAD). Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/cursopgdr/downloadsSerie/derad005.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2016.

GU, Feng; LEV, Baruch. **Intangible assets**: measurement, drivers, usefulness: working paper. Boston: Boston University School of Management, 2003. Disponível em: <http://questroma.pps.bu.edu/qstnet/Personal/Faculty/Publication/pubUploads/Gu,_Feng_05.pdf?wid=1482>. Acesso em: 17 nov. 2016.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria básica**. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HAIR, Joseph F. J. et al. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HALL, Richard. A framework linking intangible resources and capabilities to sustainable competitive advantage. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 14, n. 8, p. 608-618, Nov. 1993. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.4250140804/abstract>>. Acesso em: 10 out. 2014.

HALL, Richard. The strategic analysis of intangible resources. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 13, n. 2, p. 135-144, Feb. 1992. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.4250130205/abstract>>. Acesso em: 10 out. 2014.

HAMEL Gary; PRAHALAD C. K. Strategic intent. **Harvard Business Review**, Brighton, v. 67, n. 3, p. 63-78, May/June, 1989. Documento em PDF.

HAMEL, Gray; PRAHALAD, C. K. Intenção estratégica. In: BURGELMAN, Robert A.; CHRISTENSEN, Clayton M.; WHEELWRIGHT, Steven C. **Gestão estratégica da tecnologia da inovação**: conceitos e soluções. Tradução Luiz Claudio Quiroz Faria e Revisão Técnica André Ribeiro de oliveira. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2012. p. 290-302.

HONDA, Yuzo. A standardized test for the error components model with the two-way layout. **Economics Letters**, Amsterdam, v. 37, n. 2, p. 125-128, Oct. 1991. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0165176591901196>>. Acesso em: 07 jul. 2016.

HONDA, Yuzo. Testing the error components model with non-normal disturbances. **The Review of Economic Studies**, Oxford, v. 52, n. 4, p. 681-690, 1985. Acesso em 07 de julho de 2016. Disponível em: <<http://restud.oxfordjournals.org/content/52/4/681.short>>. Acesso em: 07 jul. 2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança corporativa**. São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>>. Acesso em: 17 nov. 2016.

KAPLAN, Robert S.; NORTON, David P. **A estratégia em ação**. 11. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

KAYO, Eduardo Kazuo et al. Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. **Revista de Administração Contemporânea - RAC**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 3, p. 73-90, jul./set. 2006. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rac/v10n3/a05v10n3.pdf>>. Acesso em: 15 nov. 2014.

KAYO, Eduardo Kazuo. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. 2002. 110 f. Tese (Doutorado em Administração) – Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-05032003-194338/pt-br.php>>. Acesso em: 15 out. 2014.

KING, Maxwell L.; WU, Ping X. Locally optimal one-sided tests for multiparameter hypotheses. **Econometric Reviews**, New York, v. 16, n. 2, p. 131-156, 1997. Disponível em: <<http://www.tandfonline.com/doi/citedby/10.1080/07474939708800379?scroll=top&needAccess=true&>>. Acesso em: 07 jul. 2016.

KOHTAMAKI, Marko et al. Enabling relationship structures and relationship performance improvement: the moderating role of relational capital. **Industrial Marketing Management**, New York, v. 41, n. 8, p. 1298-1309, Nov. 2012. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0019850112001290>>. Acesso em: 15 ago. 2016.

KRAUSE, Ryan; SEMADENI, Matthew; WITHERS, Michael C. That special someone: when the board views its chair as a resource. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 37, n. 9, p. 1990-2002, Sept. 2016. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2444/abstract>>. Acesso em: 08 jan. 2017.

KUMAR, M. V. Shyam. The relationship between product and international diversification: the effects of short-run constraints and endogeneity. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 30, n. 1, p. 99-116, Jan. 2009. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.724/abstract>>. Acesso em: 10 out. 2016.

KUMLU, Omer. The effect of intangible resources and competitive strategies on the export performance of small and medium sized enterprises. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, Oxford, v. 15, p. 24-34, Sept. 2014. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877042814050538>>. Acesso em: 10 out. 2016.

LEPETIT, L Laetitia; STROBEL, Frank. Bank insolvency risk and time-varying Z-score measures. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, Oxford, v. 25, n. 1, p. 73-87, July 2013. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S104244311300005X>>. Acesso em: 10 maio 2015.

LEV, Baruch. Intangible assets: concepts and measurements. In: KEMPF-LEONARD, Kimberly (Ed.). **Encyclopedia of social measurement**. Oxford: Elsevier, 2005. v. 2: F-O, p. 299-305. Disponível em: <[http://arsmath.org/msl/Library/statistics/common/Encyclopedia-of-Social-Measurement-Vol-2-\(F-O\).pdf](http://arsmath.org/msl/Library/statistics/common/Encyclopedia-of-Social-Measurement-Vol-2-(F-O).pdf)>. Acesso em: 30 abr. 2015.

LEV, Baruch. **Intangibles**: management, measurement and reporting. Washington: Brookings Institute, 2001.

LINDENBERG, Eric; ROSS, Stephen A. Tobin's q ratio and industrial organization. **The Journal of Business**, New York, v. 54, n. 1, p. 1-32, Jan. 1981. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2352631?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 10 maio 2015.

LIU, Ling et al. Firm celebrity and performance: a social media perspective. In: PACIFIC ASIA CONFERENCE ON INFORMATION SYSTEMS (PACIS), 2014. **Proceedings...** Atlanta: Association for Information Systems (AIS) - Electronic Library (AISel), 2014. p. 1-15. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/8f98/8c053b41cdf060a36625d3781ab9562a3870.pdf>>. Acesso em: 20 abr. 2015.

LOW, Joyce, M. W.; LEE, Byung Kwon. Effects of internal resources on airline competitiveness. **Journal of Air Transport Management**, v. 36, p. 23-32, Apr. 2014. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0969699713001452>>. Acesso em: 30 maio 2015.

LUCRO dos bancos volta a crescer após três trimestres de queda. **G1**, São Paulo, 12 ago. 2016. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2016/08/lucro-dos-bancos-volta-crescer-apos-tres-trimestres-de-queda.html>>. Acesso em: 17 nov. 2016.

MACAGNAN, Clea Beatriz. **Condicionantes e implicaciones de revelar activos intangibles**. 2007. 248 f. Tesis (Doctoral em Creación, Estrategia y Gestión de Empresas) --. Departament d'Economia de l'Empresa, Universitat Autònoma de Barcelona, Bellaterra, 2007. Disponível em: <<http://ddd.uab.cat/pub/tesis/2007/tdx-0229108-163700/cbm1de1.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2015.

MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; BARBOSA, Ana Carolina Thomaz de Almeida Monteiro. Eficiência no sistema bancário brasileiro: uma análise do desempenho de bancos de varejo, atacado, middle-market e financiamento utilizando DEA. **RIC - Revista de Informação Contábil**, Recife, v. 3, n. 3, p. 1-24, jul./set. 2009. Disponível em: <<http://www.revista.ufpe.br/ricontabeis/index.php/contabeis/article/viewFile/126/148>>. Acesso em: 02 dez. 2015.

MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; SANTOS, Rodrigo Melo; SILVA, Fabrícia de Farias da. No setor bancário brasileiro: uma aplicação da análise envoltória de dados. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 7, n. 1, p. 11-44, 2006. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/49613299_Desempenho_organizacional_no_setor_bancario_brasileiro_uma_aplicacao_da_analise_envoltoria_de_dados>. Acesso em: 02 dez. 2015.

MACHADO, E. et al. Intangible assets as success factor in creating business in knowledge economy. **IEEE Latin América Transactions**, [S.l.], v. 11, n. 2, p. 834-839, Mar. 2013. Disponível em: <<http://ieeexplore.ieee.org/stamp/stamp.jsp?arnumber=6533974>>. Acesso em: 30 maio 2015.

MAKADOK, Richard, BARNEY, Jay B. Strategic factor market intelligence: an application of information economics to strategy formulation and competitor intelligence. **Journal of Management Science**, Catonsville, v. 47, p. 1621-1638, Dec. 2001. Disponível em: <<http://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.47.12.1621.10245>>. Acesso em: 10 abr. 2015.

MAKADOK, Richard. Towards a synthesis of the resource-based and dynamic capabilities views of rent creation. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 22, n. 5, p. 387-404, May 2001. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.158/abstract>>. Acesso em: 10 mar. 2015.

MANNOR, Michael J.; SHAMSIE, Jamal; CONLON, Donald E. Does experience help or hinder top managers? Working with different types of resources in Hollywood. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 37, p. 1330-1340, 2016. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2394/abstract>>. Acesso em: 14 dez. 2016.

MARCH, James G. Exploration and exploitation in organizational learning. **Organization Science**, Providence, v. 2, n. 1, p. 71-87, Feb. 1991. Disponível em: <<http://www.analytictech.com/mb874/papers/march.pdf>>. Acesso em: 05 jun. 2015.

MARQUES, Luís David. **Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura**. Porto: FEP.UP: Universidade do Porto, out. 2000. Disponível em: <<http://wps.fep.up.pt/wps/wp100.pdf>>. Acesso em: 15 maio 2016.

MARTINEZ-TORRES, Maria Del Rocio. Identification of intangible assets in knowledge-based organizations using concept mapping techniques. **R&D Management**, Malden, v. 44, n. 1, p. 42-52, Jan. 2014. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/radm.12037/abstract>>. Acesso em: 05 maio 2015.

MATTAR, Fauze Najib. **Pesquisa de marketing: metodologia, planejamento, execução e análise**. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

McCULLAGH, P.; NELDER, J. A. **Generalized linear models**. 2nd ed. London: Chapman e Hall, 1983.

MERCIECA, Steve; SCHAECK, Klaus; WOLFE, Simon. Small European banks: benefits from diversification? **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 31, n. 7, p. 1975-1998, July 2007. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S037842660700106>>. Acesso em: 05 maio 2015.

MILES, Raymon. E.; SNOW, Charles. C. **Organizational strategy, structure and process**. New York: McGraw-Hill, 1978.

MILLER, Danny; XU, Xiaowey; MEHROTRA, Vikas. When is human capital a valuable resource? The performance effects of Ivy League selection among celebrated CEOs. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 36, n. 6, p. 930-944, June 2015. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2251/abstract>>. Acesso em: 15 dez. 2016.

MINTZ, Ofer; CURRIM, Imran. What Drives Managerial Use of Marketing and Financial Metrics and Does Metric Use Affect Performance of Marketing Mix Activities? **Journal of Marketing**, Chicago, v. 77, n. 2, p. 17-40, Mar. 2013. Disponível em: <<http://journals.ama.org/doi/abs/10.1509/jm.11.0463?code=amma-site>>. Acesso em: 05 maio 2015.

MINTZBERG, Henry. Patterns in strategy formation. **Journal of Management Science**, Catonsville, v. 29, n. 9, p. 934-948, May 1978. Disponível em: 05 nov. 2014. <<http://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.24.9.934?journalCode=mnsc>>. Acesso em: 07 maio 2015.

MITRA, Amit; NEALE, Peter. Visions of a pole position: developing inimitable resource capacity through enterprise systems implementation in Nestlé. **Strategic Change**, Malden, v. 23, p. 225-235, 2014. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/jsc.1972/pdf>>. Acesso em: 05 maio 2015.

MOHR, Alexander; BATSAKIS, Georgios. Intangible assets, international experience and the internationalization speed of retailers. **International Marketing Review**, Bingley, v. 31, n. 6, p. 601-620, 2014. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/IMR-09-2013-0186>>. Acesso em: 05 maio 2015.

MOLLOY, Janice C. et al. Making intangibles “tangible” in tests of resource-based theory: a multidisciplinary construct validation approach. **Journal of Management**, Stillwater, v. 37, n. 5, p. 1-23, 2011. Special Issue: Twenty Years of Resourced Based Theory. Disponível em: <<http://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0149206310394185>>. Acesso em: 15 nov. 2014.

MOULTON, Brent R.; RANDOLPH, William C. Alternative tests of the error component model. **Econometrica**, Chicago, v. 57, n. 3, p. 685-693, May 1989. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1911059?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 07 jul. 2016.

NDOFOR, Hermann Achidi; SIRMON, David; HE, Xiaoming. Utilizing the firm’s resources: how TMT heterogeneity and resulting faultlines affect TMT Tasks. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 36, n. 11, p. 1656-1674, Nov. 2015. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2304/supinfo>>. Acesso em: 17 jan. 2017.

NEELY, Andy; ADAMS, Chris; KENNERLEY, Mike. **The performance prism: the scorecard for measuring and managing business success**. London: Pearson Education, 2002.

NELDER, J. A.; WEDDERBURN, R. W. N. Generalized linear models. **Journal of the Royal Statistical Society**, London, v. 135, n. 3, p. 370-384, 1972. Disponível em: <<https://docs.ufpr.br/~taconeli/CE225/Artigo.pdf>>. Acesso em: 05 nov. 2016.

NEWBERT, Scott L. Empirical research on the resourced-based view of the firm: an assessment and suggestions for future research. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 28, p. 121-146, 2007. Disponível em: <<http://misweb.cbi.msstate.edu/~COBI/faculty/users/gpt12/files/autoweb/MGT4563/23527669.pdf>>. Acesso em: 05 maio 2015.

PENROSE, Edith. **A teoria do crescimento da firma**. 1. ed. Campinas: Ed. UNICAMP, 2006. Originalmente publicado em 1959.

PENROSE, E. T. **The theory of the growth of the firm**. New York: John Wiley, 1959.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, v. 17, n. 40, p. 7-24, jan./abr. 2006. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v17n40/v17n40a02.pdf>>. Acesso em: 05 maio 2015.

PERICO, Ana Elisa; REBELATTO, Daisy Aparecida do Nascimento; SANTANA, Naja Brandão. Eficiência bancária: os maiores bancos são os mais eficientes? Uma análise por envoltória de dados. **Gestão & Produção**, São Carlos, v. 15, n. 2, p. 421-431, maio/ago. 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/gp/v15n2/a16v15n2>>. Acesso em: 10 nov. 2016.

PETTIGREW, Andrew M. **The politics of organizational decision making**. London: Tavistock, 1973.

PF encerra caso sobre Panamericano e bloqueia R\$ 21 mi. **Veja**, São Paulo, 8 fev. 2012. Disponível em: <<http://veja.abril.com.br/economia/pf-encerra-caso-sobre-panamericano-e-bloqueia-r-21-mi/>>. Acesso em: 30 out. 2016.

PORTER, Michael E. **Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

PORTER, Michael E. How competitive forces shape strategy. **Harvard Business Review**, Brighton, Mar. 1979. Disponível em: <<https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy>>. Acesso em: 05 ago. 2014.

PORTER, Michael E. **Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior**. Rio de Janeiro: Elsevier, 1989.

PRAHALAD, C. K.; HAMEL, Gary. The core competence of the corporation. **Harvard Business Review**, Brighton, May/June, 1990. Disponível em: <<https://hbr.org/1990/05/the-core-competence-of-the-corporation>>. Acesso em: 25 nov. 2016.

QUESADO, Patrícia Rodrigues; GUZMÁN, Beatriz Aibar; RODRIGUES, Lúcia Lima. O tableau de bord e o balanced scorecard: uma análise comparativa. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 4, n. 2, p. 128-150, 2012. Disponível em: <<http://revistas.ufpr.br/rcc/article/view/28110/19291>>. Acesso em: 05 ago. 2014.

QUINN, J. Strategic change: logical incrementalism. **Sloan Management Review**, Cambridge, v. 20, p. 7-21, 1978. Disponível em: <<file:///F:/Strategic.pdf>>. Acesso em: 05 ago. 2014.

ROBERTS, Peter W.; DOWLING, Grahame R. Corporate reputation and sustained superior financial performance. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 23, n. 12, p. 1077-1093, Dec. 2002. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.274/abstract>>. Acesso em: 13 jun. 2014.

RODRIGUEZ, Edila Eudemia Herrera Rodríguez; MACAGNAN, Clea Beatriz. Revelación de informaciones sobre capital estructural organizativo de los Bancos em Brasil y España. **Contaduría y Administración**, México, v. 61, n. 1, p. 4-25, 2016. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=39543184002>>. Acesso em: 12 dez. 2016.

RUMELT, R. P. Towards a strategic theory of the firm. In: LAMB, Robert Boyden (Ed.) **Competitive strategic management**. New York: Prentice-Hall, 1984. p. 556-570.

RUST, Roland T.; LEMON, Katherine N.; ZEITHAML, Valarie A. Return on marketing: using customer equity to focus marketing strategy. **Journal of Marketing**, Chicago, v. 68, p. 109-127, Jan. 2004. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/ec31/46a0c8f2f29bfb94c198951797b77067a885.pdf>>. Acesso em: 05 ago. 2014.

SACUI, Violeta; SALA, Diana. Economic properties of intangible assets. The value paradox. **Review of International Comparative Management**, Bucharest, v. 13, n. 5, p. 793-803, Dec. 2012. Disponível em: <<http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=5724093d-564a-496e-a814-453e0ddd6053%40sessionmgr120&vid=0&hid=117>>. Acesso em: 05 ago. 2014.

SAKALAS, Algimantas; LIEPE, Zieduna. Human capital and it's measurement insight attitudes. **Economics and Management**, Ipswich, v. 15, p. 726-732, 2010. Disponível em: <<http://web.b.ebscohost.com/abstract?direct=true&profile=ehost&scope=site&authtype=crawler&jrnl=18226515&AN=53172939&h=NbVxxAlWp6QI0bixEdcmcrtrXepWpYgXG9IjTqjiNcxBD3o9oBcC4K%2fVnPkRsE27pVipRxY7NbtCxG4qQfOw%3d%3d&crl=c&resultNs=AdminWebAuth&resultLocal=ErrCrlNotAuth&crlhashurl=login.aspx%3fdirect%3dtrue%26profile%3dehost%26scope%3dsite%26authtype%3dcrawler%26jrnl%3d18226515%26AN%3d53172939>>. Acesso em: 31 mar. 2015.

SANTOS, José Luiz dos et al. Ativos intangíveis: fonte de vantagem competitiva. **Revista Contexto**, Porto Alegre, v. 6, n. 10, p. 1-20, 2006. 2. sem. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/20546/000632304.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 31 mar. 2015.

SANYA, Sarah; WOLFE, Simon. Can banks in emerging economies benefit from revenue diversification? **Journal of Financial Services Research**, Cham, v. 40, n. 1, p. 79-101, Oct. 2011. Disponível em: <<http://link.springer.com/article/10.1007/s10693-010-0098-z?no-access=true>>. Acesso em: 10 abr. 2016.

SÁ-SILVA, Jackson Ronie; ALMEIDA, Cristóvão Domingos de; GUINDANI, Joel Felipe. Pesquisa Documental: Pistas Teóricas e Metodológicas. **Revista Brasileira de História & Ciências Sociais**, São Leopoldo, ano 1, v. 1, p. 1-14, jul. 2009. Disponível em: <<https://www.rbhcs.com/rbhcs/article/view/6/pdf>>. Acesso em: 03 mar. 2016.

SCHAEFER, Steve. 19 maiores empresas do Brasil em 2016. **Forbes Brasil**, São Paulo, 25 maio 2016. Disponível em: <<http://www.forbes.com.br/listas/2016/05/19-maiores-empresas-do-brasil-em-2016>>. Acesso em: 17 nov. 2016.

SILVA, Carolina Terra Resende; SANTOS, David Ferreira Lopes. Desempenho financeiro e valor de mercado do setor de telefonia no Brasil. **Revista Ciências Administrativas**, Fortaleza, v. 21, n. 1, p. 42-67, jan./jun. 2015. Documento em PDF.

SILVA, Jonas Ismael da et al. Capital humano e o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras do setor elétrico. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 31-48, 2013. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/ASAA/article/viewFile/1752/1634>>. Acesso em: 31 mar. 2015.

SOUZA, Marcos Antônio de; BASSO, Ivana; PIRES, Vanessa Martins. Avaliação de desempenho de empresas associadas em redes: um estudo sobre a utilização de indicadores financeiros e não-financeiros. **Revista Espacios**, Córdoba, v. 32, n. 2, 2011. Disponível em: <<http://www.revistaespacios.com/a11v32n02/113202101.html>>. Acesso em: 10 set. 2014.

STEWART, Thomas. A. **Capital intelectual: a nova vantagem competitiva das empresas**. 9. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

STIROH, Kevin J.; RUMBLE, Adrienne. The dark side of diversification: the case of US financial holding companies. **Journal of Banking and Finance**, Amsterdam, v. 30, n. 8, p. 2131-2161, Aug. 2006. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426605001342>>. Acesso em: 10 abr. 2016.

ST-PIERRE, Josée e AUDET, Josée. Intangible assets and performance analysis on manufacturing SMEs. **Journal of Intellectual Capital**, Bradford, v. 2, n. 12, p. 202-223, 2011. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/14691931111123395>>. Acesso em: 10 set. 2014.

TEECE, David J. Explicating dynamic capabilities: the nature and micro-foundations of (sustainable) enterprise performance. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 28, n. 3, p. 1319-1350, Dec. 2007. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.640/abstract>>. Acesso em: 10 set. 2014.

TIGRE, Paulo Bastos. Paradigmas tecnológicos e teorias econômicas da firma. **Revista Brasileira de Inovação**, Campinas, v. 4, n. 1, p. 187-223, jan./jun. 2005. Disponível em: <<http://ocs.ige.unicamp.br/ojs/rbi/article/view/285/201>>. Acesso em: 10 set. 2014.

TOBIN, James. A general equilibrium approach to monetary theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, Malden, v. 1, n. 1, p. 15-29, Feb. 1969. Disponível em: <<http://debis.deu.edu.tr/userweb/yesim.kustepeli/dosyalar/tobin1969.pdf>>. Acesso em: 13 jun. 2014.

TSAI, Chih-Fong, LU, Yu-Hsin; YEN, David C. Determinants of intangible assets value: the data mining approach. **Knowledge-Based Systems**, Oxford, v. 31, p. 67-77, July 2012. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0950705112000470>>. Acesso em: 31 mar. 2015.

VELTRI, Stefania. Is the balanced scorecard appropriate to measure intangible resources? **The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices**, [S.l.], v. 10, n. 3, p. 7-24, 2011. Disponível em: <http://econpapers.repec.org/article/icficfjar/v_3a10_3ay_3a2011_3ai_3a3_3ap_3a7-24.htm>. Acesso em: 10 set. 2014.

VILLALONGA, Belén. Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. **Journal of Economic Behavior & Organization**, Amsterdam, v. 54, n. 2, p. 205-230, June 2004. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S016726810300204X>>. Acesso em: 10 abr. 2015.

VOMBERG, Arnd; HOMBURG, Christian; BORNEMANN, Torsten. Talented people and strong brands: the contribution of human capital and brand equity to firm value. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 36, n. 13, p. 2122-2131, Dec. 2015. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2328/abstract>>. Acesso em: 05 set. 2016.

WAN, William P.; YIU, Daphne W. From crisis to opportunity: Enviromental Jolt, corporate acquisitions and firm performance. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 30, n. 7, p. 791-801, July 2009. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.744/abstract>>. Acesso em: 05 set. 2016.

WEIGELT, Carmen; MILLER, Douglas J. Implications of internal organization structure for firm boundaries. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 34, n. 12, p. 1411-1434, Dec. 2013. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.2074/abstract>>. Acesso em: 12 ago. 2014.

WERNEFELT, Birger. A resource-based view of the firm. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 5, n. 2, p. 171-180, Apr./June 1984. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.4250050207/abstract>>. Acesso em: 12 ago. 2014.

WERNEFELT, Birger. A Resource-based view of the firm: ten years after. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 16, n. 3, p. 171-174, Mar. 1995. Disponível em: <<http://web.mit.edu/bwerner/www/papers/TheResource-BasedViewoftheFirm-TenYearsAfter%20.pdf>>. Acesso em: 12 ago. 2014.

WHIPP, R. Desconstrução criativa: estratégia e organizações. In: CLEGG, Stewart R.; HARDY, Cynthia; NORD, Walter R. (Org.). **Handbook de estudos organizacionais**. Organizadores da edição brasileira: Miguel Caldas, Roberto Fachin e Tânia Fischer. São Paulo: Atlas, 2009. v. 3: Ação e análise organizacionais, p. 229-250. Documento em PDF.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. São Paulo: Thomson, 2006.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introductory econometrics**: a modern approach. 5th ed. Mason: South-Western, Cengage Learning, 2012.

ZIGAN, Krystin. A contigence approach to the strategic management of intangible resources. **Journal of General Management**, London, v. 38, n. 2, p. 79-99, 2013. Disponível em: <<https://kar.kent.ac.uk/33220/>>. Acesso em: 10 abr. 2015.

APÊNDICE A – FÓRMULAS PARA CÁLCULO DAS VARIÁVEIS

Variáveis Dependentes:

VALOR_MERCADO = Logaritmo do Valor de Mercado (valor absoluto).

VALORIZAÇÃO_AÇÕES = Logaritmo da variação no valor das ações, calculado da seguinte forma:

$$\text{Valorização} = \left(\frac{\text{Preço da Ação no final do Trimestre 1}}{\text{Preço da Ação no início do Trimestre 1}} \right) - 1 \times 100$$

RETORNO_ANORMAL (RA) = Logaritmo do retorno anormal das ações (retorno ajustado ao mercado), calculado da seguinte forma:

$$RA = \left[\left(\frac{\text{Preço da Ação no final do Trimestre 1}}{\text{Preço da Ação no início do Trimestre 1}} \right) - 1 \times 100 \right] - \text{Variação do Ibovespa no Trimestre 1}$$

Q_TOBIN = Logaritmo do “q aproximado”, segundo a metodologia de Chung e Pruitt (1994), calculado através da fórmula a seguir:

$$Q \text{ de Tobin} = \left(\frac{\text{Valor de Mercado} + \text{Passivo Circulante} - \text{Ativo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Ativo Total}} \right)$$

MBV = Logaritmo do *Market to Book Value*, calculado através da seguinte fórmula:

$$MBV = \left(\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Patrimônio Líquido}} \right)$$

ROA = Logaritmo do ROA, calculado através da fórmula a seguir:

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

ROE = Logaritmo do ROE, calculado através da fórmula a seguir:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Variáveis de Interesse:

RE = Logaritmo do somatório dos investimentos em aquisição de softwares, desenvolvimento de softwares e processamento de dados;

RH = Logaritmo dos investimentos em treinamento e em desenvolvimento dos colaboradores;

RR = Logaritmo do somatório dos investimentos em publicidade, propaganda, relações públicas, comunicações e publicações;

SUM_RI = Logaritmo do somatório dos investimentos em RE, RH e RR;

RE_DIVERS = Interação das variáveis RE e DIVERS_ESPEC (RE*DIVERS_ESPEC).

Variáveis de Controle:

RISCO = Logaritmo do desvio padrão no valor das ações;

BETA = Logaritmo do risco sistemático (beta);

Z_SCORE = Logaritmo do Z_Score do ROA, calculado através da fórmula a seguir:

$$Z_{Score} = \frac{\text{Média do ROA} + \left(\frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ativo}} \right)}{\text{Desvio Padrão do ROA}}$$

ALAVANCAGEM: Logaritmo do índice de capital de Basileia;

TAMANHO_A = Logaritmo do Ativo Total;

TAMANHO_R = Logaritmo da Receita Total (Receita de Intermediação Financeira + Receita de Serviços Bancários + Outras Receitas Operacionais);

DIVERS_ESPEC = Logaritmo do indicador de Diversificação *versus* Especialização, denominado: Herfindahl Hirschman Index, calculado através da seguinte fórmula:

$$DIVERS_ESPEC = \left(\left(\frac{Receita\ de\ Intermediação\ Financeira}{Receita\ Operacional\ Total} \right)^2 + \left(\frac{Receita\ de\ Serviços\ e\ Tarifas}{Receita\ Operacional\ Total} \right)^2 \right)$$

VAREJO_N1 = Variável *Dummy* para Bancos de Varejo Nacionais;

VAREJO_N2 = Variável *Dummy* para Bancos de Varejo Regionais;

B_NICHO = Variável *Dummy* para Bancos de Nicho;

D_CRISE = Variável *Dummy* para Crise *Subprime* nos anos de 2008 e 2009;

D_CRISE_08 = Variável *Dummy* para Crise *Subprime* no ano de 2008;

D_CRISE_09 = Variável *Dummy* para Crise *Subprime* no ano de 2009.

APÊNDICE B – MATRIZ DE CORRELAÇÃO PRÉVIA

Tabela 19 – Matriz de Correlação Prévia

VARIÁVEIS	RH	RE	RR	SUM_RI	TAMANHO_A	TAMANHO_R	ALAVANCAGEM	RISCO	Z_SCORE	BETA	DIVERS_ESPEC	VAREJO_N1	VAREJO_N2	B_NICHO	D_CRISE	D_CRISE_08	D_CRISE_09
RH	1.0000	0.6799	0.7114	0.7642	0.7023	0.6856	-0.1896	0.4484	0.2247	0.4797	0.0213	0.6525	-0.0867	-0.5869	-0.0652	-0.0461	-0.0399
RE	0.6799	1.0000	0.8752	0.9773	0.8742	0.8637	-0.3093	0.4039	0.2374	0.5404	-0.1736	0.8151	-0.0171	-0.7297	-0.2160	-0.1321	-0.1519
RR	0.7114	0.8752	1.0000	0.9312	0.9277	0.9213	-0.2712	0.5193	0.2999	0.5752	-0.1549	0.8968	-0.0629	-0.7256	-0.0860	-0.0462	-0.0666
SUM_RI	0.7642	0.9773	0.9312	1.0000	0.9219	0.9078	-0.3037	0.4585	0.3032	0.5667	-0.1653	0.8698	-0.0432	-0.7507	-0.1800	-0.1157	-0.1211
TAMANHO_A	0.7023	0.8742	0.9277	0.9219	1.0000	0.9819	-0.3141	0.5929	0.4734	0.6512	-0.1696	0.9459	-0.2160	-0.6351	-0.1549	-0.1139	-0.0904
TAMANHO_R	0.6856	0.8637	0.9213	0.9078	0.9818	1.0000	-0.3268	0.5780	0.4420	0.6446	-0.2240	0.9177	-0.2364	-0.6020	-0.1358	-0.0766	-0.1017
ALAVANCAGEM	-0.1896	-0.3093	-0.2712	-0.3037	-0.3141	-0.3268	1.0000	-0.1330	-0.0808	-0.1407	0.1244	-0.1715	-0.0311	0.2972	0.2208	0.1414	0.1491
RISCO	0.4484	0.4039	0.5193	0.4585	0.5929	0.5780	-0.1330	1.0000	0.3384	0.5578	-0.0098	0.6040	-0.2463	-0.3343	0.1204	0.1105	0.0491
Z_SCORE	0.2247	0.2374	0.2999	0.3032	0.4734	0.4420	-0.0808	0.3384	1.0000	0.4183	-0.2395	0.4610	-0.1660	-0.1539	0.0462	-0.0009	0.0606
BETA	0.4797	0.5404	0.5752	0.5667	0.6512	0.6446	-0.1407	0.5578	0.4183	1.0000	-0.1259	0.6166	-0.1372	-0.3614	0.0479	0.0682	-0.0037
DIVERS_ESPEC	0.0213	-0.1736	-0.1549	-0.1653	-0.1696	-0.2240	0.1244	-0.0098	-0.2395	-0.1259	1.0000	-0.1800	-0.0051	0.1407	-0.0183	0.0020	-0.0256
VAREJO_N1	0.6525	0.8151	0.8968	0.8698	0.9459	0.9177	-0.1715	0.6040	0.4610	0.6166	-0.1800	1.0000	-0.3432	-0.5801	-0.0450	-0.0283	-0.0308
VAREJO_N2	-0.0867	-0.0171	-0.0629	-0.0432	-0.2160	-0.2364	-0.0311	-0.2463	-0.1660	-0.1372	-0.0051	-0.3432	1.0000	-0.4575	-0.0436	-0.0113	-0.0454
B_NICHO	-0.5869	-0.7297	-0.7256	-0.7507	-0.6351	-0.6020	0.2972	-0.3343	-0.1539	-0.3614	0.1407	-0.5801	-0.4575	1.0000	0.0477	0.0060	0.0559
D_CRISE	-0.0652	-0.2160	-0.0860	-0.1800	-0.1549	-0.1358	0.2208	0.1204	0.0462	0.0479	-0.0183	-0.0450	-0.0436	0.0477	1.0000	0.6422	0.6739
D_CRISE_08	-0.0461	-0.1312	-0.0462	-0.1157	-0.1139	-0.0766	0.1414	0.1105	-0.0009	0.0682	0.0207	-0.0283	-0.0113	0.0060	0.6422	1.0000	-0.1334
D_CRISE_09	-0.0399	-0.1519	-0.0666	-0.1211	-0.0904	-0.1017	0.1491	0.0491	0.0606	-0.0037	-0.0256	-0.0308	-0.0454	0.0559	0.6739	-0.1334	1.0000

Fonte: Elaborado pela autora (2017).