

# MENSURAÇÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS: UMA ANÁLISE A PARTIR DA DIFERENÇA ENTRE O VALOR DE MERCADO E PATRIMONIAL DE EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA NO PERÍODO DE 2003 A 2008

**Aliatar Vieira Dutra**

Graduado em Ciências Contábeis pela  
Universidade Federal de Santa Catarina  
dutra@ar-eng.com.br

**Darci Schnorrenberger**

Doutorado em Gestão de Negócios e  
Mestrado em Inovação e Avaliação Tecnológica pela  
Universidade Federal de Santa Catarina  
darcisc@gmail.com

**Donizete Reina**

Mestrado em Contabilidade pela  
Universidade Federal de Santa Catarina  
Especialização em Controladoria e Gerência Financeira pela Faculdade Cidade Verde  
dreina2@hotmail.com

## RESUMO

A falta de identificação, reconhecimento, avaliação e evidenciação dos ativos intangíveis (AI's) pela contabilidade vêm se refletindo no distanciamento entre o valor das ações de empresas negociadas em bolsa em relação ao seu valor patrimonial. Assim, o objetivo geral desta pesquisa consiste em investigar o valor dos Ativos intangíveis (AI's) a partir da diferença entre o valor de mercado e patrimonial das empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2003 a 2008 nos setores da indústria, comércio e serviços. Este estudo adota fonte de dados secundária, é exploratório e quantitativo, destaca-se como um estudo de natureza descritiva e ainda como uma pesquisa de levantamento por meio de estudo com 60 empresas. Os principais resultados foram: i) em todos os setores, porém não em todas as empresas, foi encontrado AI reconhecido pelos investidores; ii) para cada setor foram poucas as empresas que ao longo dos anos se destacaram com os maiores percentuais de AI; iii) o setor da indústria obteve as maiores médias de AI reconhecido pelo mercado em todos os anos pesquisados, seguido pelos serviços e por último o comércio; iv) o setor do comércio alcançou melhor desempenho no quesito evolução das médias de AI, seguido pela indústria e serviços; v) a influência de fatores externos na determinação da cotação das ações das empresas, no caso de 2008 com a crise dos EUA, fez a cotação das ações de algumas empresas recuarem drasticamente; entre outros resultados.

**Palavras-chave:** Ativos Intangíveis (AI's). Valor de Mercado (VM). Patrimônio Líquido (PL).

## MEASUREMENT OF INTANGIBLE ASSETS: AN ANALYSIS BASED ON THE DIFFERENCE BETWEEN THE MARKET VALUE OF ASSET AND COMPANIES LISTED AT BM&FBOVESPA IN THE PERIOD 2003 TO 2008

## ABSTRACT

The lack of identification, recognition, evaluation and disclosure of intangible assets (AI's) have its accounts to reflect the gap between the value of company shares traded in relation to its book value. The objective of this research is to investigate the value of intangible assets (IA's) as the difference between market value and assets of the companies listed on BM & F in the period 2003 to 2008 for industry, commerce and services. This study adopts the secondary data source, is exploratory and quantitative stands out as a study of descriptive nature and still a research survey by a study with 60 companies. The main findings were: i) in all sectors, but not in all companies, was found AI recognized by investors, ii) for each sector were few companies over the years stood out with the highest percentages of AI iii) is the industry sector recorded the

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 51-68	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

highest mean AI recognized by the market in each year surveyed, followed by services and trade finally iv) the commercial sector is achieved better performance in the evolution of mean AI, followed by industry and services; v) the influence of external factors in determining the price of the shares of companies in the case of 2008 with the U.S. crisis, did the share prices of some companies pull back sharply, among other results.

**Keywords:** Intangible Assets (IA's). Market Value (MV). Net Equity (PL).

## 1 INTRODUÇÃO

Numa economia onde as organizações cada vez mais se destacam no mercado pela capacidade de gerar riqueza através da inovação e desenvolvimento de produto e/ou serviço, fica evidente que a mola propulsora desse desenvolvimento é o conhecimento.

Tais conhecimentos se traduzem em vantagens para as organizações atuantes nos mais variados setores da economia, proporcionando ganhos, agregando valor a seus produtos e serviços. Conseqüentemente o reconhecimento pelo mercado que busca cada vez mais produtos e/ou serviços de qualidade, com preço acessível. Nesta premissa, Antunes e Martins (2007), Stewart (1998), Sveiby (1998) e Brooking (1996), asseveram que o conhecimento passa a ser fator determinante para o sucesso das organizações.

No mercado brasileiro de ações, os investidores reconhecem esse diferencial mercadológico (tecnologia, marcas, qualidade de produtos, etc.), associado á outros ativos físicos, pelo preço que ações de tais organizações alcançam, ou seja, o preço que eles aceitam pagar pelas ações, que não raro, ultrapassa o valor patrimonial das organizações. É esse o parâmetro que o mercado de ações adotou para reconhecer o “algo a mais”, presente nas organizações e que lhes confere valorização, aqui tratado por Ativos Intangíveis – AI's.

Segundo Stewart (1998) o atual modelo econômico é constituído por organizações voltadas a atividades que utilizam cada vez mais a habilidade dos colaboradores, a estrutura física e sua carteira de clientes.

Todos estes elementos constituem-se em ativos da empresa, portanto geradores de riqueza. Os tangíveis são de fácil mensuração e sem problemas para sua contabilização, tendo por

base as normas fiscais norteadas pelos Princípios da Contabilidade, que inferem sobre as características de tais ativos.

Vários são os modelos existentes na literatura que buscam identificar, mensurar e avaliar os ativos intangíveis. Dentre eles destacam-se o Navegador de Capital Intelectual de Stewart (1998), o Navegador Skandia de Edvinson & Malone (1998) e o Monitor dos Ativos Intangíveis de Sveiby (1998).

Segundo Antunes e Martins (2007) verifica-se que a metodologia mais citada na literatura para medir os ativos intangíveis é através da fórmula Tobin – James Tobin prêmio Nobel de Economia - que identifica tais valores pela diferença entre o valor de mercado da empresa e o valor contábil do seu patrimônio líquido.

Apesar de ser uma forma de medir os ativos intangíveis, na opinião de Antunes e Martins (2007) essa metodologia recebe muitas críticas, pois embora seja sustentada pela premissa de que a capacidade de geração de receitas e dividendos da empresa, refletida no valor de mercado, reside na utilização eficiente dos seus ativos resultante do conhecimento contidos na empresa. Neste raciocínio, autores como Stewart (1998) e Antunes (2000) consideram como uma forma muito simplista para se calcular um fenômeno tão complexo.

Enquanto figurar os questionamentos sobre a melhor maneira de evidenciar, mensurar e precificar os ativos intangíveis, dentre as teses existentes na literatura, principalmente para fins de decisões gerenciais, o mercado naturalmente vem medindo tais ativos, por meio da valorização das ações das organizações em relação ao seu valor patrimonial.

Neste contexto, emerge a seguinte questão de pesquisa: *Qual o valor dos ativos intangíveis a*

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 51-68	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

*partir da diferença entre o valor de mercado e patrimonial das empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2003 a 2008, nos setores da indústria, comércio e serviços?*

Com vistas a responder à pergunta da pesquisa, o objetivo geral desta investigação consiste em investigar o valor dos Ativos intangíveis (AI's) a partir da diferença entre o valor de mercado e patrimonial das empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2003 a 2008 nos setores da indústria, comércio e serviços.

Esta pesquisa se justifica por apresentar um estudo prático, envolvendo 60 empresas num período de 6 anos. Além disso, o estudo busca verificar a existência e a diferença entre o valor de mercado e contábil da amostra de empresas listadas na BM&FBovespa e qual o ramo de atuação oferece maior diferença.

Este estudo está dividido em cinco seções, após esta de caráter introdutório, a seção 2 traz a plataforma teórica, na seção 3 é apresentada a metodologia adotada para este estudo, a seção 4 apresenta e discute os resultados, a seção 5 apresenta as conclusões do estudo e por fim as referências.

## 2 PLATAFORMA TEÓRICA

### 2.1 ATIVOS INTANGÍVEIS

Trata-se de bens com características não físicas, incorpóreos, capazes de produzir recursos futuros, e que estão sob controle da empresa. Neste contexto, Marion (2003, p.1), acrescenta que “[...] são bens que não se pode tocar, pegar, que passaram a ter grande relevância a partir das ondas de fusões e incorporações na Europa e nos Estados Unidos”.

Para Lev (2000) um ativo intangível é aquele que apresenta expectativa de benefícios futuros e que não possui uma personificação física ou financeira. Podem também, ser vistos como estrategicamente importante para o sucesso de qualquer organização e um diferencial de mercado para quem os detém e os mantém atualizados.

Conforme Hendriksen & Breda (1999) os ativos intangíveis devem ser reconhecidos na contabilidade das organizações sempre que preencherem os seguintes requisitos: a) corresponda a definição de ativo; b) sejam relevantes; c) sejam mensuráveis e d) tenham valor preciso.

Ainda sobre os intangíveis, Hendriksen & Breda (1999) apontam que devido às dificuldades de definição, como também as incertezas em sua mensuração e tempo de vida útil, os ativos intangíveis formam uma das áreas mais complexas da contabilidade.

Já o IASC (apud Monteiro e Coelho, 2001) pontua que para ser um ativo intangível, este deverá estar sob o controle da empresa, sem ao menos mencionar a propriedade. Acrescenta-se nesta ótica, que os ativos intangíveis constituem-se em bens de natureza incorpórea, controlados pela empresa com a finalidade de geração de benefícios econômicos futuros, entre outras características conforme aponta a seguir Reina et al. (2009, p. 2).

No contexto nacional, destacam: à importância dos Ativos Intangíveis como recursos que permitem a organização a obtenção de vantagem competitiva (KAYO et al., 2006); agregação de valor às empresas (ANTUNES e MARTINS, 2002; PEREZ e FAMÁ, 2006; PATROCÍNIO, KAYO, KIMURA, 2007; GALLON et al., 2008b); benefícios econômicos futuros (IUDÍCIBUS, MARTINS e GELBCKE, 2007); além de configurarem-se como recursos incorpóreos (MARTINS, 1972; SÁ, 2000; SCHMIDT e SANTOS, 2002; PEREZ e FAMÁ, 2006; IUDÍCIBUS, MARTINS e GELBCKE, 2008). Entretanto, esse consenso não é percebido nas pesquisas nacionais no que diz respeito aos conceitos, terminologias, normas e pronunciamentos contábeis, tratamento contábil (formas de evidenciação e mensuração) dos Ativos Intangíveis, e tendência de investigação dos estudos (GALLON et al., 2008 a, b).

Na visão de Sveiby (1998) os ativos intangíveis são aqueles capazes de gerar fluxos de caixa futuros para a empresa. Já na percepção de Kayo (2002, p. 14) complementa que os “ativos intangíveis podem ser definidos como um

conjunto estruturado de conhecimentos, práticas e atitudes da empresa que, interagindo com seus ativos tangíveis, contribui para a formação de valor das empresas”.

Essa definição vem confirmar que os ativos intangíveis disponíveis e sob controle das empresas, relacionam variáveis como conhecimento, atitudes e normas, que juntas aos ativos tangíveis agregam valor.

De acordo com Perez & Famá (2006) são exemplos de ativos intangíveis as patentes, franquias, direitos autorais, *softwares*, bancos de dados, etc. Também, insere-se neste rol de exemplos, a habilidade, eficácia e a formação profissional dos colaboradores como um dos mais importantes ativos intangíveis da empresa entre outras características.

## 2.2 LEI 11.638/2007

No Brasil novas leis e regras tentam diminuir o distanciamento das informações contábeis no que tange aos intangíveis em relação ao que é percebido pelo mercado acionário com a valorização das ações na hora da compra.

A Lei 11.638 de 28 de dezembro de 2007 que instituiu o reconhecimento legal do subgrupo dos “Intangíveis” é uma tentativa de minimizar as distorções causadas pela não evidenciação de tais ativos, procurando em padronização com as leis internacionais, uma forma de melhor evidenciar esses ativos.

Ela foi criada para atender o seguinte escopo: “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”.

O Inciso VI foi acrescentado ao artigo 179 (classificação das contas de ativo) da Lei 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas, com a seguinte redação: “no intangível: os direitos que tenham por objeto bens incorpóreos destinados à manutenção da companhia ou exercícios com essa finalidade, inclusive o fundo de comércio adquirido”.

Nota-se que embora a redação do Inciso VI aponte que “bens incorpóreos destinados a manutenção da companhia [...], traduza o conceito dos intangíveis a partir da geração de benefícios futuros, na opinião do pesquisador, ainda está longe de atender o que se espera desse subgrupo no que tange aos tipos de intangíveis, quando mantém em sua redação expressão como “fundo de comércio”, sugerindo um certo conservadorismo a muito ultrapassado.

## 2.3 PRONUNCIAMENTO TÉCNICO CPC 4/2008 E DELIBERAÇÃO CVM 553/2008

O Pronunciamento Técnico nº. 4/2008 do CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis), ratificado pela deliberação CVM nº. 553/2008, tem por objetivo definir e regular os AI's, bem como o tratamento contábil a ser dispensado pelas empresas que os detém. Em outras palavras, este pronunciamento tem a função de “Normatizar” os critérios de classificação e reconhecimento dos intangíveis.

Segundo o Pronunciamento Técnico 4/2008 (CPC 4/2008, p.6), de forma geral as empresas investem na aquisição, desenvolvimento, manutenção ou aprimoramento de recursos intangíveis, tais como o conhecimento científico ou técnico, desenhos, implantação de processos e sistemas, licenças, conhecimento mercadológico, clientes, etc. E que tais ativos são capazes de gerar benefícios futuros.

Porém um dos requisitos para se definir se um ativo é intangível, é que ele necessita ser identificável para diferenciá-lo do ágio pago em função de expectativa de ganho futuro.

A identificação de um ativo intangível transita basicamente na necessidade de controle de tais ativos (conceito de ativos), e que não raras vezes esse controle se dá por proteção legal, como por direitos autorais e marcas.

A fase seguinte à identificação dos ativos intangíveis é seu reconhecimento, e para tanto as empresas necessitam demonstrar que ele atende aos seguintes requisitos a) Se enquadrar na definição de ativo intangível e, b) Observar os

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 51-68	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

critérios de reconhecimento (CPC 48/2008, p. 9).

O processo do reconhecimento deve ser capaz de comprovar a existência de benefícios futuros gerados pela utilização dos ativos intangíveis e que tais benefícios sejam revertidos para a entidade, e, sobretudo, que o custo desse ativo possa ser mensurado com relativa segurança.

Nota-se que o Pronunciamento Técnico nº. 4 de 2008 elenca uma série de conceitos sobre os ativos intangíveis, bem como as formas de identificação, reconhecimento e mensuração, buscando um entendimento quanto à forma de escrituração contábil de acordo com a Lei 11.638/2007, cujo objetivo é a padronização de procedimentos contábeis às normas internacionais.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

#### 3.1 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO

A fonte de pesquisa das informações caracteriza-se como sendo secundária, pois são utilizados dados dos relatórios financeiros (demonstração do resultado do exercício - DRE, balanço patrimonial – BP e composição do capital social), bem como o relatório contendo os dados históricos da cotação das ações das empresas no último dia de pregão para os anos de 2003 a 2008.

Cabe destacar que nem todas as empresas tiveram suas ações negociadas no último dia do ano. Desta forma adotou-se o dia da última cotação no ano. Como valor de cotação adotou-se o de fechamento do pregão.

A abordagem do problema se reveste de característica quantitativa. Nesse contexto, esse artigo está focado sob a ótica da contabilidade financeira, uma vez que o centro do trabalho está na investigação de dados financeiros das empresas, bem como a cotação de suas ações na BM&FBOVESPA.

A pesquisa se caracteriza como exploratória porque, segundo Gil (1993, p. 127) “[...] a fase exploratória costuma caracterizar-se pela

imersão sistemática na literatura disponível acerca do problema [...]”, ou seja, serão investigados os autores que poderão dar suporte à pesquisa.

A pesquisa também se classifica como descritiva, uma vez que esse tipo de pesquisa tem como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno, ou então, o estabelecimento de relações entre variáveis, tendo como característica a utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados (GIL, 1991).

Apresentam características que remetem a afirmar que se trata de um estudo do tipo levantamento, pois são trabalhadas com informações financeiras e de mercado (BM&FBOVESPA), e feitas relações entre tais informações, sem, no entanto, esgotá-las.

#### 3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população do estudo compreende todas as empresas, exceto as financeiras (bancos), listadas na BM&FBOVESPA, que até o final de 2008 compreendia 568 (quinhentos e sessenta e oito) empresas. Cabe salientar que foram descartadas da amostra as empresas financeiras, porque suas atividades econômicas por vezes, se confundem, ou seja, tanto podem ser enquadradas como serviço, pois prestam serviços aos clientes, quanto podem ser comércio, pois vendem seus produtos, como por exemplo, planos de aposentadoria e fundos de previdência privada.

O critério adotado para a definição da amostra inicial levou em consideração os maiores patrimônios líquidos (PL's), evidenciados no balanço patrimonial (BP) de 2008, em ordem decrescente de 60 (sessenta) empresas, sendo 20 (vinte) para cada setor da economia, quais sejam: indústria, comércio e serviços.

Os setores foram classificados de acordo com o Código Nacional de Atividade Econômica (CNAE), divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), regulamentado pela Receita Federal do Brasil (RFB) e adotado pela BM&FBOVESPA como sendo a atividade principal da empresa.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 51-68	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

As empresas selecionadas por ordem decrescente de PL em 31.12.2008 são apresentadas nas Tabelas 1, 2 e 3.

**Tabela 1 – Empresas e PL's do Setor da Indústria**

Nº Inicial	Nº Final	Empresas - Indústria	PL/2008 (R\$)
1	1	Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS	113.854.127.000,00
2	2	Cia. Vale do Rio Doce	57.029.465.000,00
3	3	Cia. Bebidas das Américas – AMBEV	17.419.950.000,00
4	4	Usina Siderúrgica de Minas Gerais S.A. - USIMINAS	12.474.331.000,00
5	-	Litel Participações S.A.	11.737.939.000,00
6	5	Gerdau S.A.	11.420.008.000,00
7	6	Cia. Siderúrgica Nacional - CSN	7.542.261.000,00
8	7	Votorantim Celulose e Papel S.A.	5.632.179.000,00
9	8	Metalúrgica Gerdau S.A.	5.429.353.000,00
10	9	Aracruz Celulose S.A.	5.361.020.000,00
11	-	EMBRAER – Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.	5.262.315.000,00
12	10	Suzano Papel e Celulose S.A.	4.391.656.000,00
13	-	Vicunha Siderúrgica S.A.	3.952.389.000,00
14	11	Perdigão S.A.	3.225.979.000,00
15	-	JBS Frigorífico S.A.	3.054.588.000,00
16	12	Sadia S.A.	2.910.520.000,00
17	-	Camargo Correia Cimentos S.A.	2.795.189.000,00
18	13	Klabin S.A. – Papel e Celulose	2.741.299.000,00
19	14	WEG S.A.	1.829.174.000,00
20	-	Whirlpool – Fábrica de Eletrodomésticos S.A.	1.729.957.000,00
21	-	São Martinho S.A. – Fábrica de Açúcar e Alcool	1.622.261.000,00
22	15	Souza Cruz Fumos S.A.	1.575.663.000,00
23	16	Duratex S.A.	1.535.839.000,00
24	17	Cia. De Tecidos Norte de Minas S.A. - COTEMINAS	1.481.050.000,00
25	18	Fertilizantes Fosfatados S.A. - Fosfertil	1.438.315.000,00
26	19	Guararapes Confecções S.A.	1.251.864.000,00
27	20	Unipar - União das Indústrias Petroquímicas S.A.	1.232.041.000,00

Fonte: BM&FBOVESPA.

Para não prejudicar a análise dos resultados foram suprimidas da amostra inicial as empresas 11. EMBRAER, 15. JBS Frigorífico e 21. São Martinho, por não apresentarem as demonstrações financeiras padronizadas (DFP's) para todos, ou alguns dos anos pesquisados (2003 a 2008). E as empresas 5. Litel, 13. Vicunha, 17. Camargo Correia Cimentos, e 20. Whirlpool por não apresentarem cotação de suas ações em todos, ou em alguns dos anos pesquisados. Em seu lugar foram inseridas as empresas com PL's imediatamente inferiores, visando manter assim, o universo amostral efetivo de 20 empresas por setor.

Uma das características desse setor é a diversificação da atividades, dentre elas observa-se a produção de petróleo, liga metálica, cimento, alimentos, papel e celulose, tecidos, fumo, etc.

O maior PL da amostra do setor da indústria, no ano de 2008, pertence à Petrobrás com mais de

113 bilhões de reais, e o menor a empresa União das Indústrias Petroquímicas S.A. com pouco mais de 1,2 bilhões de reais.

A Tabela 2 apresenta a relação das empresas do setor do comércio. Da mesma forma que no setor da indústria, para não prejudicar a análise dos resultados, foram substituídas da amostra inicial as empresas 2. Sulamérica Seguros, 3. Multiplan, 5. BR Malls, 7. Brascan, 9. Invest Tur, 11. Iguatemi, 14. Marisa, 15. Rodobens, e 19. Unidas, por não apresentarem as DFP's para os anos de 2003 a 2008, ou alguns deles.

Já as empresas 6. Caixa Seguradora, 28. Cia. de Seguros Minas Brasil, 31. Cia de Recuperação Secundária, 32. Garuda, e 33. Livraria do Globo foram substituídas por não apresentarem cotação de suas ações em todos, ou em alguns dos anos pesquisados. Em seu lugar foram inseridas as empresas com PL's imediatamente inferiores.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 51-68	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

Tabela 2 – Empresas e PL's do Setor do Comércio

Nº Inicial	Nº Final	Empresas - Comércio	PL/2008 (R\$)
1	1	Cia. Brasileira de Distribuição S.A. – Pão de Açúcar	5.011.922.000,00
2	-	Sulamérica Seguros S.A.	1.960.376.000,00
3	-	Multiplan Exploração de Imóveis S.A.	1.874.086.000,00
4	2	Porto Seguros S.A.	1.815.121.000,00
5	-	BR Malls – Comércio de Imóveis S.A.	1.769.392.000,00
6	-	Caixa Seguradora S.A.	1.291.321.000,00
7	-	Brascan Residencial S.A.	1.184.533.000,00
8	3	Rossi Residencial S.A.	1.171.327.000,00
9	-	Invest Tur Brasil S.A. - Hotelaria	895.351.000,00
10	4	Brasmotor S.A. – Distribuidora de motores	853.685.000,00
11	-	Iguatemi – Exploração de Imóveis S.A.	808.745.000,00
12	5	Globex Utilidades S.A. – Comércio Varejista	725.170.000,00
13	6	Lojas Renner S.A.	582.928.000,00
14	-	Marisa S.A. – Comércio de Roupas	560.401.000,00
15	-	Rodobens Negócios Imobiliários S.A.	543.275.000,00
16	7	São Carlos Empreendimentos e Participações S.A.	544.917.000,00
17	8	Localiza Rent a Car S.A.	484.120.000,00
18	9	Profarma – Distribuidora de Medicamentos S.A.	445.713.000,00
19	-	Unidas Rent a Car S.A.	381.956.000,00
20	10	Drogasil S.A. – Comércio de Medicamentos S.A.	368.520.000,00
21	11	Dixie Toga S.A. – Distrib. Embalagens Rígidas e Flexíveis	311.239.000,00
22	12	Lojas Americanas S.A.	289.535.000,00
23	13	Saraiva S.A. – Livreiros e Editores	282.756.000,00
24	14	Mundial S.A. – Produtos de Consumo	165.731.000,00
25	15	Cia Habitasul de Participações S.A.	132.563.000,00
26	16	Graziotin S.A. – Lojas de Departamentos	125.898.314,00
27	17	Dimed S.A. – Distribuidora de Medicamentos S.A.	125.387.000,00
28	-	Cia. de Seguros Minas Brasil S.A.	121.804.000,00
29	18	Cia. de Seguros Aliança da Bahia S.A.	117.150.000,00
30	19	São Paulo Turismo S.A.	62.164.000,00
31	-	Cia. De Recuperação Secundária S.A.	19.555.000,00
32	-	Garuda Restaurantes S.A.	18.484.000,00
33	-	Livraria do Globo S.A.	7.800.000,00
34	20	Lark S.A. – Locação de Equipamentos e Mão de Obra	6.690.000,00

Fonte: BM&amp;FBOVESPA.

No setor do comércio, também percebe-se variadas atividades, tais como: venda de plano de aposentadoria e seguros, aluguel de carro, produto farmacêutico, vestuário, imóvel, restaurante, etc.

Neste setor, o maior PL da amostra pertence ao Grupo Pão de Açúcar com pouco mais de 5 bilhões de reais, e o menor a Lark S.A. Locação de Equipamentos e Mão de Obra com pouco mais de 6,6 milhões reais. A Tabela 3 apresenta a relação das empresas do setor de serviços.

As empresas 9. Vivo S.A., 16. Cia. de Saneamento de Minas Gerais – COPASA e 17. Cia de Brasileira de Energia foram eliminadas da amostra porque não apresentam cotações de suas ações em todos os anos pesquisados, ou em alguns deles.

O maior patrimônio líquido pertence à ELETROBRAS, com valor próximo aos 80 bilhões de reais (BP de 2008), e o menor pertence à empresa Mendes Jr. Engenharia S.A. com pouco mais de 2,2 bilhões de reais.

### 3.3 PROCEDIMENTOS PARA COLETA E ANÁLISE DAS INFORMAÇÕES

As informações utilizadas para fundamentar a pesquisa, foram obtidas no balanço patrimonial das empresas, através do valor do patrimônio líquido (PL), bem como a composição do capital social, dividido em ações ordinárias e preferenciais. Por fim, foram coletados o valor de tais ações (ordinárias e preferenciais) a partir das cotações históricas das empresas nos anos de 2003 a 2008, negociadas no último pregão do ano.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 51-68	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

**Tabela 3 – Empresas e PL's do Setor de Serviços**

Nº Inicial	Nº Final	Empresas - Serviços	PL/2008 (R\$)
1	1	Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - ELETROBRAS	79.963.236.000,00
2	2	Telefônica S.A.	52.476.000.000,00
3	3	Telemar Norte Leste S.A.	13.782.348.000,00
4	4	Tele Norte Leste S.A.	10.664.759.000,00
5	5	CESP – Cia. Energética de São Paulo	10.325.053.000,00
6	6	Telecomunicação de São Paulo - TELESP	9.905.242.000,00
7	7	Cia. Saneamento Básico do Est. de São Paulo – SABESP	9.784.006.600,00
8	8	Cia. Energética de Minas Gerais - CEMIG	8.390.177.000,00
9	-	Vivo Participações S.A.	8.297.577.000,00
10	9	Embratel Participações S.A.	7.993.202.000,00
11	10	Tim Participações	7.750.486.000,00
12	11	Cia. Paranaense de Energia – COPEL	7.236.177.000,00
13	12	Brasilelcom S.A.	5.575.891.000,00
14	13	CPFL Energia S.A.	4.954.834.000,00
15	14	CTEEP – Cia. Transmissão de Energia Elétrica Paulista	3.948.807.000,00
16	-	Cia. Saneamento de Minas Gerais - COPASA	3.511.358.000,00
17	-	Cia. Brasileira de Energia	3.346.054.000,00
18	15	Eletropaulo Metropolitana de Eletric.. de São Paulo S.A.	3.321.788.000,00
19	16	Net Serviço de Comunicação S.A.	2.738.403.000,00
20	17	All América Latina Logística S.A.	2.538.710.000,00
21	18	Cia. Saneamento do Paraná – S.A. - SANEPAR	2.538.169.000,00
22	19	Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	2.410.992.000,00
23	20	Mendes Jr. Engenharia S.A.	2.200.191.000,00

Fonte: BM&amp;FBOVESPA.

Tais informações foram tabuladas em uma planilha Excel, onde foram calculadas as diferenças entre o valor de mercado e patrimonial, e o resultado dividido pelo valor do PL, para encontrar o percentual (positivo ou negativo) de tais diferenças.

Estas planilhas foram destinadas a fazer as interações necessárias para se chegar ao valor dos ativos intangíveis – AI's, através da diferença entre o valor de mercado das ações e o patrimonial das empresas.

Por valor contábil adotou-se o patrimônio líquido contábil das empresas. De posse dos dados, calculou-se a contribuição em percentual para o valor dos ativos intangíveis reconhecido pelos investidores.

Foi adotada a fórmula de James Tobin citada por Edvinsson & Malone (1998, p. 12) e Schnorrenberger (2005, p. 44) para medir o ativo intangível, na fórmula tratada como capital intelectual, onde o capital intelectual (CI) de uma empresa é igual ao seu valor de mercado (VM) menos o valor contábil (VC):

$$CI = VM - VC$$

Lopes (2001) faz uso da mesma fórmula, e adota como valor contábil o patrimônio líquido das empresas.

São feitas relações entre os três setores econômicos (indústria, comércio e serviços), para verificar como se comporta a variação desse valor entre as empresas, e procurar saber dentro dos setores quais empresas apresentam os maiores e menores índices de AI, e qual setor apresenta, nos anos pesquisados as melhores médias.

## 4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 EMPRESAS DO SETOR DA INDÚSTRIA

A Tabela 4 apresenta as empresas da amostra final do setor da indústria (após a substituição das empresas que não se enquadraram na metodologia adotada na pesquisa, abordado no item 3.2 – População e Amostra), com seus respectivos percentuais de AI reconhecido pelo mercado.

Tais percentuais resultaram de uma rotina de cálculo que começou com a multiplicação do valor de cada ação (ordinária e preferencial) pelo número de ações.

Os valores totais encontrados de ações ordinárias e preferenciais foram somados e, posteriormente subtraídos do valor do PL ou valor patrimonial, chegando-se ao valor de AI reconhecido. A razão de AI pelo PL resulta nos percentuais que são apresentados na Tabela 4.

$$AI\% = AI/PL$$

Traduzindo em fórmulas tem-se que:

$$VM = \text{Valor ações (ordinária/preferencial)} \times \text{número de ações (ordinária/preferencial)}$$

$$AI = VM - VC \text{ ou } PL$$

Onde: AI = Ativo intangível; VM = Valor de mercado; VC= Valor contábil; e PL= Patrimônio líquido

Tais rotinas de cálculos se repetem para os setores do comércio e serviços. A Tabela 4 apresenta os percentuais de AI do setor da indústria, a partir da diferença entre o valor de mercado de contábil.

**Tabela 4 – Relação entre Valor de Mercado e Valor Contábil – Indústria**

Empresa/Razão VM/VC/Ano	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1. Petróleo Brasileira S.A. - PETROBRAS	39,54	48,29	113,59	144,71	281,88	63,40
2. Cia. Vale do Rio Doce S.A.	321,37	896,39	327,57	576,28	629,69	42,05
3. Cia. Bebidas das Américas - AMBEV	495,19	111,03	141,81	212,80	360,16	228,61
4. USIMINAS	86,02	43,77	32,18	92,95	126,44	-10,70
5. Gerdau S.A.	123,60	132,49	91,22	129,96	187,04	11,71
6. Cia Siderúrgica Nacional - CSN	51,49	86,03	103,03	230,08	497,79	247,37
7. Votorantin Celulose e Papel S.A.	-98,97	-98,98	26,16	35,60	97,87	-11,67
8. Metalúrgica Gerdau S.A.	30,95	69,00	42,64	60,49	135,41	-7,81
9. Aracruz Celulose S.A.	244,84	129,34	115,71	172,25	156,70	239,42
10. Suzano Papel e Celulose S.A.	16,38	39,66	13,27	15,62	83,01	1,25
11. Perdigão S.A.	24,77	71,29	154,13	81,66	148,27	53,61
12. Sadia S.A.	60,81	83,97	86,01	78,01	142,56	575,40
13. Klabin S.A – Papel e Celulose	60,97	93,82	65,60	119,03	254,45	35,32
14. WEG S.A.	254,85	274,33	354,58	230,31	415,98	254,37
15. Souza Cruz Fumos S.A.	395,25	427,72	457,18	627,48	804,07	700,47
16. Duratex S.A.	-99,56	-99,34	34,04	97,98	248,21	5,08
17. COTEMINAS	-11,77	-11,39	-26,42	-33,11	-20,78	-70,78
18. Fertilizantes Fosfatados S.A. - Fosfertil	138,48	185,96	160,25	190,79	263,63	148,90
19. Guararapes Confecções S.A.	-3,30	4,88	341,65	472,98	315,61	-15,35
20. UNIPAR	-4,19	117,81	48,84	20,49	117,83	-35,79

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que a empresa Coteminas foi a única do setor da indústria que durante os 6 (seis) anos pesquisados, não conseguiu em nenhum período agregar valor a seus ativos, ou seja, suas ações ficaram aquém dos valores patrimoniais, indicando um não reconhecimento por parte do mercado investidor de tais ativos, sobretudo o de característica intangível.

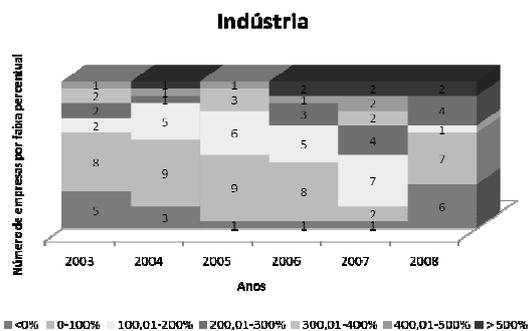
Algumas empresas como Usiminas, Votorantin, Duratex Guararapes e Unipar, apresentaram em alguns dos anos pesquisas percentuais negativos de reconhecimento de AI.

Todas as demais empresas listadas para esse setor tiveram índices positivos de reconhecimento de AI, com ênfase para as

empresas Petrobrás, Vale do Rio Doce, Ambev, Gerdau, CSN, Aracruz, Klabin, WEG e Souza Cruz, alcançando valores expressivos, como 896,39% para a Vale em 2004. Acima de 495% para a Ambev em 2003, acima de 457, 627, 804 e 700% para a Souza Cruz em 2005, 2006, 2007 e 2008, respectivamente.

#### 4.1.1 Evolução de AI por faixas percentuais

Visando ampliar o entendimento e compreensão dos resultados, segmentou-se os desempenhos das empresas por faixas de variação positiva entre valor de mercado versus valor contábil. A Figura 1 apresenta o número total da amostra de empresas do setor da indústria e suas respectivas faixas de reconhecimento ou não de AI.



**Figura 1 – Empresas da Indústria com AI por Faixa Percentual**

Fonte: Dados da pesquisa.

Nesse setor percebe-se evolução no número de empresas da amostra com reconhecimento do AI até 2008. Em 2003 a amostra apresentava 15 empresas, ou seja, apenas 5 empresas não tinham seus AI's reconhecidos, o que corresponde a 25%. Já no final de 2007 o número de empresas com AI reconhecido alcançou 19 empresas ou 95% da amostra do setor. Significa dizer que apenas 5% ou 1 empresa não previram suas ações valorizadas acima do seu valor patrimonial. A evolução percentual referente ao período de estudo (2003 a 2008), correspondeu a 27%.

Já em 2008, ano da crise dos Estados Unidos, o mercado acionário brasileiro, como não poderia deixar de ser, sentiu o reflexo da crise a partir da desvalorização das ações de algumas empresas. Dessa forma, a situação se inverteu, voltando ao patamar de 2003, passando para 6 empresas com AI negativo acrescentando em 1 empresa.

Outro aspecto a observar é que as faixas percentuais sofreram constantes alterações ao longo dos períodos estudados, o que confirmou a evolução da amostra do setor em termos percentuais de reconhecimento de AI. Por exemplo, a faixa entre 0 a 100%, em 2003 apresentava 8 empresas, passando a 2 em 2007.

Já para a faixa entre 100 a 200%, a situação se inverte em relação a faixa anterior, ou seja, em 2003 eram 2 empresas e no final de 2007 o número se elevou para 7. Em 2008 o destaque é a elevação do número de empresas com AI

negativo, passando para 6 empresas. Nas demais faixas as mudanças são menos significativas, porém não menos importantes em termos de evolução de AI.

Para efeito de interpretação, pode-se inferir que em termos de reconhecimento de AI, a maioria das empresas da amostra estão concentradas na faixa de 0 a 400%, ou seja, apresentam valor de mercado até 4 vezes maior que o valor patrimonial, o que vem confirmar o distanciamento mencionado na literatura.

## 4.2 EMPRESAS DO SETOR DO COMÉRCIO

A Tabela 5 apresenta as empresas da amostra final do setor do comércio (após a substituição das empresas que não se enquadraram na metodologia adotada na pesquisa, abordado no item 3.2 População e Amostra), com seus respectivos percentuais de AI reconhecido pelo mercado.

Os procedimentos de cálculo para chegar a tais percentuais são os mesmos descritos para o setor da indústria, apresentado no item 4.1.

Analisando os dados da Tabela 5, percebe-se que as únicas empresas a apresentarem significativos índices de AI reconhecido durante todos os anos pesquisados, foram Pão de Açúcar, Porto Seguro, Globex, Profarma, Dixie Toga, Lojas Americanas, Saraiva S.A. e Cia de Seguros Aliança da Bahia.

As Lojas Americanas, dentre todas as empresas da amostra, foi a que obteve maior índice, atingindo 756,64% em 2004 e o menor foi em 2007 com 320,31% voltando a crescer em 2008 com mais de 1.200% de evolução de AI.

Apresentaram índices negativos de AI reconhecido as Lojas Renner, com -41,33% e -47,88% nos anos de 2003 e 2004, respectivamente. Analogamente, para a mesma empresa, o desempenho se alterou positivamente nos anos de 2005, 2006 e 2007, alcançando índices de 252%, 416,31% e 429,77%, respectivamente.

Tabela 5 – Relação entre Valor de Mercado e Valor Contábil – Comércio

Empresa/Razão VM/VC/Ano	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1. Pão de Açúcar	111,93	62,54	69,81	83,62	53,84	37,15
2. Porto Seguro S.A.	48,51	83,28	75,41	117,64	171,08	54,30
3. Rossi Residencial S.A.	-30,11	-21,87	254,24	101,57	207,04	-41,34
4. Brasmotor S.A.	-42,65	-25,81	-47,81	-8,88	259,63	67,94
5. Globex Utilidades S.A.	61,54	51,29	47,92	183,47	183,68	-15,77
6. Lojas Renner S.A.	-41,33	-47,88	252,00	416,31	429,77	167,80
7. São Carlos Emp. e Part. S.A.	-24,67	-35,05	-4,39	142,86	90,88	16,59
8. Localiza Rent a Car S.A.	-19,90	-31,10	131,98	224,08	541,64	166,56
9. Profarma	137,12	159,29	150,48	168,70	193,19	-58,84
10. Drogasil S.A.	-61,12	-53,63	-23,59	-66,86	138,47	103,17
11. Dixie Toga S.A.	48,06	150,21	78,09	85,66	144,82	-19,66
12. Lojas Americanas S.A.	606,50	756,64	595,73	583,69	320,31	1.267,84
13. Saraiva S.A.	106,08	159,06	144,76	198,40	224,78	40,99
14. Mundial S.A.	-54,79	-2,77	-22,34	-44,29	-42,42	-63,59
15. Cia. Habitasul de Participações	-75,35	-86,18	-91,54	-85,81	-44,88	-70,11
16. Grazziotin S.A.	-42,43	-32,23	63,87	50,89	210,43	-11,12
17. DIMED S.A.	-1,62	-16,04	-9,11	26,95	119,98	6,76
18. Cia. de Seguros da Bahia S.A.	10,68	71,58	49,22	39,72	89,30	30,95
19. São Paulo Turismo S.A.	-78,02	-82,87	-54,97	-89,64	-90,85	34,82
20. Lark S.A.	-28,63	-37,88	-202,31	-99,58	-99,52	729,27

Fonte: Dados da pesquisa.

As empresas Mundial e Habitasul foram as únicas da amostra que não conseguiram ter seus ativos reconhecidos pelos investidores, registrando índices negativos em todos os anos da amostra, ou seja, o valor contábil foi maior do que o de mercado.

Neste setor percebe-se uma situação bem diferente do setor da indústria, onde as empresas de destaque dentro do setor vem crescendo gradativamente ao longo dos anos.

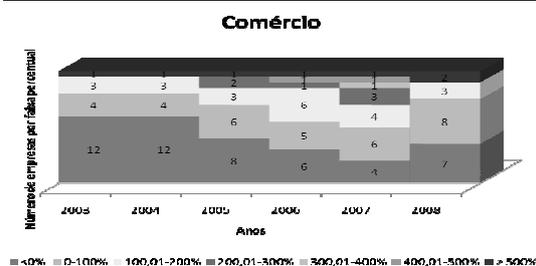
Em 2003, por exemplo, o destaque se limitou a duas empresas, primeiro as Lojas Americanas (sub-setor comércio varejista em geral), com 606% de AI reconhecido, seguido pela Profarma (sub-setor distribuição de medicamentos) com 137%. Já em 2004 permaneceu as Lojas Americanas isolada com 756%, a Profarma com 159%, seguido de perto pela Saraiva Livreiros (sub-setor de impressão e distribuição de livros) também com 159%, e por fim a empresa Dixie Toga (sub-setor de distribuição de embalagens) com 150%. No ano de 2005 continuou como destaque as Lojas Americanas com 595%, Rossi Residencial (sub-setor de empreendimentos imobiliários) com 254%, Lojas Renner com 252% e por fim a Profarma com 150%. Porém, em 2006 o número de empresas destaque se elevou, permanecendo a frente as Lojas

Americanas com 583%, Lojas Renner com 416%, Localiza Rent a Car (sub-setor de locação de veículos) com 224% e Saraiva Livreiros com 198%. E em 2007 a situação de destaque se inverte um pouco, passando o primeiro lugar para a Localiza com 541%, Lojas Renner com 429%, Lojas Americanas com 320%, Brasmotor (sub-setor de distribuição de motores e compressores) com 259% e Saraiva Livreiros com 224%. No entanto, em 2008 permanece as Lojas Americanas com expressivos 1.200%, seguido da Lark com 729%.

#### 4.2.1 Evolução do AI por faixas percentuais

A Figura 2 apresenta todas as empresas compostas da amostra do setor do comércio por faixa percentual de reconhecimento ou não de AI. Percebe-se que dentre os três setores pesquisados, esse foi o de melhor desempenho no que tange ao percentual de evolução do número de empresas que passaram à situação de reconhecimento de AI entre 2003 a 2008. Isso é percebido pela quantidade de empresas que não se enquadravam nessa situação, apresentando 12 empresas com percentuais negativos. E ao final de 2007 esse número caiu para 4 empresas. Já em 2008 esse número volta a subir para 7 empresas com AI negativo.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 51-68	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------



**Figura 2 – Empresas do comércio com AI por faixa percentual**

Fonte: Dados da pesquisa.

Este setor foi o que apresentou o menor número de empresas com AI reconhecido, bem como as menores faixas percentuais. Em 2003 eram apenas 8 empresas, o que correspondia a 40% da amostra, e no final de 2007 alcançou melhora expressiva, chegando a 16 empresas ou 80% da amostra. A evolução percentual referente ao período de estudo (2003 a 2008), correspondeu a mais de 60%, ou seja, em 2003 haviam 8 empresas com AI positivo reconhecido pelo mercado e, em 2008, este número subiu para 13.

Conforme Figura 2, foi expressivo o número de empresas que saíram da condição de não reconhecimento de AI, ou seja, em 2003, 12 empresas estavam nessa condição, e em 2007 esse número caiu para apenas 4 empresas.

A faixa que mais evoluiu foi a de 200% a 300%, passando de “0” empresas em 2003 e 2004 para 3 em 2007. A faixa de 0 a 100% também evoluiu, passando de 4 para 6 empresas. Nas demais faixas houveram poucas modificações. Outro ponto a se destacar é que o setor sempre apresentou ao longo dos períodos pesquisados apenas 1 empresa na faixa acima de 500%, onde se destacou as Lojas Americanas até 2006, perdendo em 2007 a posição para a Localiza.

Para este setor, pode-se inferir que grande parte das empresas da amostra estavam concentradas nas faixas percentuais de 0 a 200%, ou seja, apresentavam valor de mercado até 2 vezes o valor patrimonial. Valores bem diferentes do setor da indústria onde a maioria das empresas da amostra se concentravam nas faixas de 0 a 400%, ou até 4 vezes a diferença entre o valor de mercado e o patrimonial.

Em 2008, embora tenha crescido o número de empresas na condição de não evidencição de AI, cresceu o número de empresas na faixa até 100% passando de 6 para 8.

#### 4.3 EMPRESAS DO SETOR DE SERVIÇOS

A Tabela 6 apresenta o cálculo percentual de reconhecimento de AI, a partir da diferença entre o valor de mercado e o valor patrimonial das empresas da amostra final do setor de serviços nos anos de 2003 a 2008.

Da mesma forma que nos demais setores, a amostra final foi composta pelas 20 empresas que se enquadraram na metodologia adotada na pesquisa, abordada no item 3.2 - População e Amostra, ou seja, apresentaram as demonstrações financeiras para informação de PL e composição do capital, e tiveram cotações de suas ações (ordinárias/preferencial) para todos os anos pesquisados.

As empresas Eletrobras, Sabesp, Sanepar e Mendes Jr. Foram as únicas da amostra que não tiveram AI reconhecido, permanecendo com percentuais negativos durante os 6 anos pesquisados.

A empresa telefônica, conforme dados, apresentou alto índice de valorização das ações, atingindo 526,68% em 2004, e a menor valorização em 2008 com 210,59%.

Da mesma forma, a empresa Gol também apresentou em 2003 o maior índice de reconhecimento de AI, com mais de 671%.

As empresas TELEMAR, TELE NORTE LESTE, TELESP, CEMIG, TIM, e ELETROPAULO, apresentaram índices mais ou menos equivalentes, com a menor valorização para a TIM em 2004 com 11,66% e a maior também para a TIM com 161,35% em 2006.

Outra empresa que alcançou elevado desempenho no quesito valorização de ações foi a All América Latina, empresa do ramo do transporte ferroviário, com 511,17% em 2007 e o menor 91,32% em 2008.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 51-68	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

**Tabela 6 – Relação entre Valor de Mercado e Valor Contábil – Serviços**

Empresa/Razão VM/VC/Ano	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1. ELETROBRAS	-65,30	-69,73	-70,80	-59,09	-66,34	-65,53
2. Telefônica S.A.	307,43	526,68	480,06	251,01	400,31	210,59
3. Telemar Norte Leste S.A.	22,02	23,30	59,30	74,23	55,50	7,38
4. Tele Norte Leste S.A.	50,96	81,23	128,36	131,40	56,55	-93,14
5. CESP – Cia. Energética de São Paulo	-82,98	-88,02	-82,01	-23,52	65,15	-40,89
6. TELESP	60,68	103,27	106,63	126,03	156,83	120,38
7. SABESP	-39,54	-54,38	-50,81	-34,25	-2,59	-39,72
8. Cia. Energética de Minas Gerais - CEMIG	8,25	4,60	82,87	108,78	93,23	54,99
9. EMBRATEL Participações S.A.	-20,79	-28,27	-20,35	-24,75	-11,38	0,48
10. TIM Participações S.A.	45,04	11,66	88,31	161,35	117,41	11,14
11. Cia Paranaense de Energia - COPEL	-37,23	-55,69	-22,44	-8,56	8,29	-19,70
12. Brasiltelecom S.A.	29,79	-6,17	54,86	71,59	141,46	190,66
13. CPFL Energia S.A.	-99,29	-99,93	160,58	212,52	225,44	194,53
14. CTEEP	-38,09	-21,20	5,56	23,01	102,98	53,01
15. Eletropaulo	38,52	12,89	97,43	109,56	89,31	27,83
16. NET Serviço de Comunicação S.A.	566,73	632,48	609,16	509,42	245,12	71,76
17. All América Latina Logística S.A.	187,40	175,25	281,85	479,84	511,17	91,32
18. Cia. Saneamento do Paraná - SANEPAR	-44,99	-54,09	-56,62	-48,66	-52,74	-66,54
19. GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	671,39	419,71	581,64	512,95	416,80	51,66
20. Mendes Jr. Engenharia S.A.	-76,08	-44,00	-9243	-89,74	-73,16	-85,92

Fonte: Dados da pesquisa.

Em 2008, ano atípico dado a crise que fez cair a cotação das ações de algumas empresas brasileiras, a maior valorização foi da Telefônica com 210%.

Com base nos dados apresentados, percebe-se que da mesma forma como o setor da indústria e do comércio, no setor de serviços também são poucas as empresas que se destacaram como responsáveis pela média do setor.

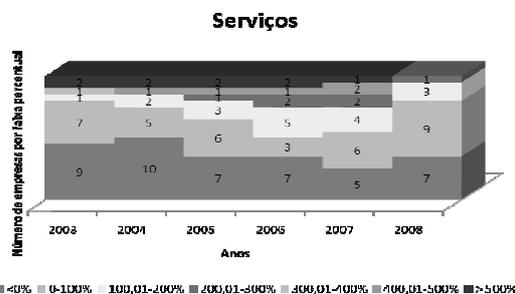
#### 4.3.1 Evolução do AI por faixas percentuais

A Figura 3 apresenta a faixa percentual ocupada pelas empresas da amostra do setor de serviços, com AI reconhecido ou não.

Percebe-se gradativa evolução das empresas da amostra do setor de serviços com AI reconhecido, ou índices positivos. Em 2003 eram 11 empresas e no final de 2007 alcançou 15 empresas, que corresponde a 55% e 75% da amostra, respectivamente. A evolução no período de 2003 a 2008 é de pouco mais de 36%. As faixas que mais se alteraram ao longo dos anos pesquisados, são as intermediárias, ou seja, entre menor que 100% e 200%.

Outro ponto que merece destaque diz respeito ao

número de empresas que ultrapassaram os 500%, que até 2006 eram 2 e em 2007 caiu para 1.



**Figura 3 – Empresas de Serviços com AI por Faixa Percentual**

Fonte: Dados da pesquisa.

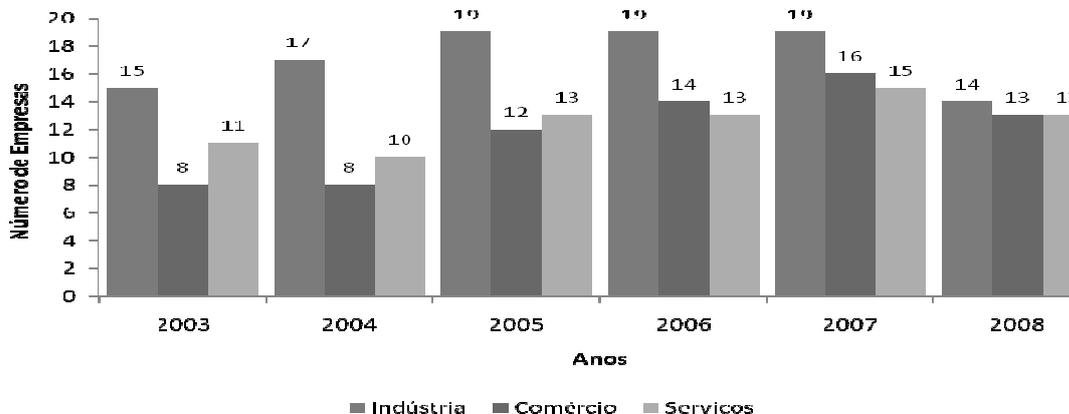
Da mesma forma que no setor do comércio, a maioria das empresas da amostra do setor de serviços está concentrada nas faixas percentuais de 0 a 200%, ou seja apresentavam valor de mercado de até 2 vezes o valor patrimonial.

Em 2008 sobe para 7 o número de empresas com AI negativo, ou seja, valor de mercado menor que valor contábil. Porém sobe o número de empresas na faixa de 1-100%, passando de 6 para 9. Outro ponto a destacar em 2008, é que a amostra deixou de apresentar empresa com mais de 500% de valorização, conforme anos anteriores.

#### 4.4 NÚMERO DE EMPRESAS DOS TRÊS SETORES COM AI RECONHECIDO

A Figura 4 mostra a evolução do número de empresas integrantes da amostra dos setores da indústria, comércio e serviços que apresentaram AI

reconhecido pelo mercado, nos cinco anos pesquisados. Percebe-se evolução nos três setores até 2007, com destaque para o setor do comércio, que em 2003 apresentava 8 empresas, ou 40% da amostra, chegando a 16 em 2007, ou 80% da amostra, o que representa uma evolução de 100%.



**Figura 4 – Nº de Empresas por Setor com AI Reconhecido**

Fonte: Dados da pesquisa.

O setor da indústria foi o que apresentou maior reconhecimento de AI, porém perde para o setor do comércio no quesito evolução do número de empresas. Em 2003 o setor apresentava 15 empresas, chegando ao final de 2007 com 19, o que corresponde a 95% da amostra do setor com AI reconhecido, para este ano. A evolução para o período 2003 a 2007 foi de 27%.

Por fim, o setor de serviços, apresentava 11 empresas em 2003, terminando 2007 com 15 empresas, correspondendo a 75% da amostra. Para este setor a evolução do período foi de 36%.

Em 2008, ocorre uma redução do número de empresas nos 3 setores da economia. A indústria passa de 19 para 14 empresas com AI reconhecido. O comércio reduziu de 16 para 13 empresas e o serviço de 15 para 13 empresas. Estes resultados indicam que, apesar de ser denominada de crise financeira, foi o setor primário que mais sentiu o impacto.

##### 4.4.1 Média anual por setor

Observa-se no setor do comércio, tendência crescente até 2007, passando de 31% em 2003

para 142% em 2007, correspondendo a 358%, sendo considerado o melhor desempenho em termos de valorização entre os três setores. Já em 2008 ocorre redução de 14,5%. A menor dos três setores da economia.

O setor de serviços, segundo colocado para o período de 2003 a 2006, perdendo para o setor do comércio em 2007 e 2008, também mantém a tendência de crescimento no período 2003 a 2007, passando de 73% em 2003 para 126% em 2007, com pouco mais de 72% de valorização, recuando drasticamente em 2008 para 33% de média. Isso representou uma redução de 73% em relação a 2007. A maior dos três setores.

O campeão de média nos anos de 2003 a 2007 é o setor da indústria, que obteve em 2003 o índice de 106% e fechou 2007 com 262%, o que corresponde a uma evolução nesse período de mais de 147%. Tal qual os outros 2 setores, a média da indústria recua consideravelmente em 2008 para 122%. Redução de 53% em relação a 2007.

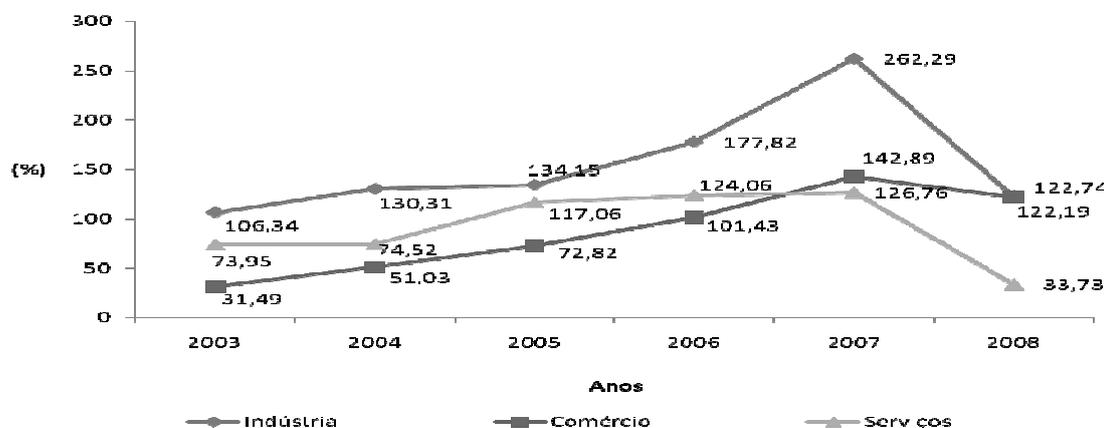
A Tabela 7 mostra as médias anuais por setores no período de 2003 a 2008.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 51-68	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

**Tabela 7 – Média Percentual de AI Reconhecido pelo Mercado dos 3 Setores da Economia**

Setor/Média Anual VM/VC (%)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
INDÚSTRIA	106,34	130,31	134,15	177,82	262,29	122,74
COMÉRCIO	31,49	51,03	72,82	101,43	142,89	122,19
SERVIÇOS	73,95	74,52	117,06	124,06	126,76	33,73

Fonte: Dados da pesquisa.



**Figura 5 – Média anual de AI por Setor**

Fonte: Dados da pesquisa.

De modo geral o setor da indústria apresentou maior reconhecimento das médias percentuais de AI atribuídos pelo mercado, embora tenha perdido para o setor do comércio no quesito evolução das médias. Em 2008, ano de turbulência dada a crise americana, a indústria se mantém a frente dos demais setores, porém com percentual similar ao do comércio.

O setor de serviços apareceu em segundo lugar em reconhecimento de AI, perdendo em 2007 e 2008 para o setor do comércio. Dentre as empresas que impulsionaram a média do setor, destacaram-se a Gol, Net, Telefônica e All América Latina Logística.

Já no setor do comércio, embora tenha ficado em último lugar no quesito reconhecimento das médias de AI, ficou evidente a influência das Lojas Americanas em primeiro lugar, seguido das Lojas Renner, a partir de 2005, para o expressivo desempenho do setor, sobretudo em 2007 e 2008, quando conseguiu ultrapassar o setor de serviços, no quesito reconhecimento das médias de AI.

Desse modo, de maneira geral, o comércio conseguiu manter melhor desempenho médio de

A Figura 5 apresentada a seguir, mostra as médias de AI dos setores nos anos de 2003 a 2008. Percebe-se ampla vantagem do setor da indústria sobre os demais setores até 2007. Destaque para as empresas Petrobrás, AMBEV, Vale, CSN, Souza Cruz e a catarinense WEG, dentre outras, que fazem a diferença, puxando essa média para patamares elevados.

evolução de AI, em comparação com o setor da indústria e serviços. Já o setor de serviços apresentou maior instabilidade no que se refere à evolução média de valorização de ações, ficando em último lugar.

Em 2004, primeiro ano de comparação de desempenho da evolução das ações pela média dos setores, percebe-se expressiva valorização do comércio, com 62%, seguido da indústria com 22% e por fim os serviços com 0,77%.

Esse fenômeno de alta expressiva do comércio pode ser explicado pela valorização individual de empresas como as Lojas Americanas que saltaram de 606% em 2003 para 756% em 2004. E da empresa Dixie Toga Distribuidora de Embalagens que em 2003 apresentou 48% e alcançou 150% em 2004, dentre outros casos.

O setor da indústria apareceu em segundo lugar com 22% de evolução em relação ao período passado, e por fim os serviços, que evoluíram pouco menos de 1%.

Em 2005 aconteceu uma inversão dos setores,

onde os serviços saltaram para 57% de evolução média, impulsionado individualmente pelo desempenho de empresas como a CPFL Energia que saltou de -55% em 2004 para 160% em 2005, a Gol que em 2004 apresentou 419% e em 2005 atingiu 581%.

Ainda em 2005, a evolução das médias de AI para a indústria recuou em quase 20 pontos percentuais em relação a 2004, e pode ser explicado pela extraordinária desvalorização das ações da Vale que em 2004 apresentava 896%, caindo em 2005 para 327%, o que corresponde a um recuo de mais de 260%, que reflete no setor como um todo.

Já no período 2006/2005, o destaque negativo fica por conta dos serviços, que recuaram de 57% para 6%, influenciado pela forte queda da empresa Telefônica que passou de 480% em 2005 para 251% em 2006 e da Net que passou de 609 para 509% no período de 2005 a 2006, respectivamente.

De maneira análoga a indústria avança no mesmo período, passando de 3% em 2005 para 32% em 2006, motivado pelas altas expressivas das empresas Vale, subindo de 327% para 576%, CSN de 103% para 230%, Souza Cruz de 457% para 627% e a Guararapes Confecções que saltou de 341% para 470%.

Em 2008, todos os setores sofrem com a crise, fazendo cair as médias dos setores. A indústria caiu 114% em relação a 2007. O serviço mais de 270% e o setor do comércio foi o que menos sentiu, recuando apenas 20,7%.

## 5 CONCLUSÕES DO ESTUDO

O objetivo geral da pesquisa consistiu em investigar o valor dos AI's encontrados pela diferença entre o valor de mercado (cotação das ações) e o valor patrimonial (patrimônio líquido) de uma amostra de 60 (sessenta) empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2003 a 2008, sendo 20 para cada setor, ou seja, indústria, comércio e serviços.

Pode-se concluir que em todos os setores, porém não em todas as empresas, foi encontrado AI

reconhecido pelos investidores. Prova disso, é a predisposição do mercado em negociar as ações da maioria das empresas acima de seu valor contábil, que conforme citados por Stewart (1998), Edvinson & Malone (1998) e Sveiby (1998), indica que a presença dos ativos intangíveis nas empresas é sentido quando, em muitos casos, elas são avaliadas pelo mercado com preço muito acima de seu valor contábil.

Os resultados apontaram uma tendência do mercado acionário em valorizar mais as ações de empresas com forte marca e produtos e/ou serviços. Neste contexto o cálculo das médias percentuais de AI reconhecido pelo mercado entre os três setores, permitiu concluir que o setor da indústria obteve as maiores médias de AI reconhecido pelo mercado em todos os anos pesquisados, seguido pelos serviços e por último o comércio.

A pesquisa apontou também que o ano de 2007 foi o de melhor desempenho na média dos três setores, e o ano de 2003, como o de pior desempenho, embora 2008 também tenha sido de fraco desempenho puxado, principalmente, pela crise financeira mundial.

Já no quesito número de empresas com AI reconhecido, concluiu-se que todos os 3 setores evoluíram até 2007. A indústria passou de 15 empresas em 2003 para 19 em 2007, ou 27%; o de serviços de 11 para 15 empresa o que corresponde a 36%; e, finalmente, o comércio de 8 para 16 empresas ou 100%. Esse último evidencia tendência de crescimento acima da média dos demais setores. Porém em 2008, ano em que a crise norte americana fez despencar o mercado acionário pelo mundo, no Brasil também ocorreu esse fenômeno o que leva a concluir que a valorização das ações sofre forte influência de fatores externos, notadamente as crises econômicas que geralmente fazem recuar o preço das ações.

## REFERÊNCIAS

ANTUNES, Maria Thereza Pompa. **Capital intelectual**. São Paulo: Atlas, 2000.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 51-68	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

ANTUNES, Maria Thereza Pompa; MARTINS, Eliseu. **Capital intelectual: Verdades e Mitos.** Revista Contabilidade & Finanças, São Paulo, n. 29, p. 41 – 54, maio/agosto, 2002.

\_\_\_\_\_. Capital intelectual: seu entendimento e seus impactos no desempenho de grandes empresas brasileiras. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos.** jan./abr.2007.

BRASIL. Lei n 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações.** República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 9 maio 2008.

BRASIL. Lei n 11.638, de 28 de dezembro de 2007. **Altera e revoga dispositivos da Lei n 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. República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 28 dez. 2007. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm)>. Acesso em: 9 maio 2008.

BROOKING, A. **A Intellectual capital:** core asset for the third Millennium enterprise. Boston: Thomson Publishing, 1996.

CLASSIFICAÇÃO Setorial. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/principal.asp>>. Acesso em 9 mai.2008.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa 235 de 23 de março de 1995.** Dispõe sobre a divulgação, em nota explicativa, do valor de mercado dos instrumentos financeiros, reconhecidos ou não nas demonstrações financeiras das companhias abertas e dá outras providências.

COMITÊ de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Técnico CPC 04/2008.** Disponível em <<http://www.cpc.org.br/noticias56.htm>>. Acesso em: 2 abr. 2009.

EDVINSSON, Leif; MALONE, Michael S. **Capital intelectual:** descobrindo o valor real de sua empresa pela identificação de seus valores internos. Tradução Roberto Galman. São Paulo: Makron Books, 1998.

ENSSLIN, Sandra Rolin; IGARASHI, Deisy Cristina C. Modelo para gerenciamento do capital intelectual. **Revista de Administração Mackenzie,** 2005. (No Prelo).

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 3 ed. São Paulo: Atlas, 1993.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael F. Van. **Teoria da contabilidade.** Tradução de Antônio Zorato Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações.** Aplicável às demais sociedades. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; CARVALHO, Nelson L. Contabilidade: aspectos relevantes da epopéia de sua evolução. **Revista da Contabilidade Financeira – USP,** São Paulo. n. 38, p. 7, 19 maio/ago. 2005.

KAYO, Eduardo Kazuo. **A Estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível intensivas:** uma contribuição ao estudo de valorização da empresa. Tese (Doutorado em Administração)-FEA/USP, 2002.

LEV, Baruch. A Matemática da nova economia. **HSM Management,** São Paulo, ano 4, n. 20, p. 34-40, maio/jun. 2000.

LOPES, João Francisco. **Capital intelectual:** contribuições à sua mensuração e classificação contábil. Itapetininga: Associação de Ensino de Itapetininga, 2001.

MARTINS, Eliseu. **Contribuição à avaliação do ativo intangível.** Tese (Doutorado em Ciências Contábeis)-FEA/USP, São Paulo, 1972.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 51-68	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

\_\_\_\_\_. **Avaliação de empresas:** da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

MONTEIRO, Andréa Alves Silveira; COELHO, Fabiano Simões. Ativo intangível: uma abordagem teórica. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, ano IV, n. 12, p. 4-10, maio/jul.2001.

NBC T 3 – **Conceito, conteúdo, estrutura e nomenclatura das demonstrações contábeis.**

Disponível em: <<http://www.cfc.org.br/normas.htm>>. Acesso em: 18 mar. 2009.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista de Contabilidade Financeira – USP**, São Paulo, n. 40 p. 7 -24. jan./abr.2006.

RAUPP, Fabiano Maury; BEUREN, Ilse Maria. Coleta, análise e interpretação dos dados. In: Como **elaborar trabalhos monográficos em contabilidade:** teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2003.

REINA, Donizete ; REINA, Diane Rossi Maximiano ; ENSSLIN, S. R. ; GALLON, A. V. ; HAIDAR, S. Intangible Assets: Um estudo epistemológico da produção científica internacional no período de 1996 a 2008. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 16., 2009, Fortaleza. **Anais...** XVI Congresso Brasileiro de Custos - Custos ambientais e sua importância para a competitividade das empresas, 2009. CD-ROM.

SCHNORRENBERGER, Darci. **Identificando, avaliando e gerenciando os recursos organizacionais tangíveis e intangíveis por meio de uma metodologia construtiva (MCDA):** uma ilustração na área econômico-financeira. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção)-UFSC. Santa Catarina. 2005.

\_\_\_\_\_. O alvorecer do capital intelectual. **Revista Brasileira de Contabilidade – RBC**, n. 139, p. 21-31, jan./fev. 2003.

STEWART, Thomas A. **Capital intelectual:** a nova vantagem competitiva das empresas.

Tradução Ana Beatriz Rodrigues, Priscila Martins Celeste. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

SVEIBY, Karl Erik. **A nova riqueza das organizações.** Tradução Luiz Euclides Trindade Frazão Filho. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

**Endereço dos Autores:**

Rua Jornalista Tito Carvalho, 101  
Bloco B1-2, Apto. 104  
Bairro Trindade  
Florianópolis – SC – Brasil  
88040-480

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 51-68	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------