

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

Dissertação:

ATIVOS INTANGÍVEIS E O DESEMPENHO ECONÔMICO DAS
EMPRESAS DO NOVO MERCADO

BELO HORIZONTE
2009

Priscilla Bianchi Couto

ATIVOS INTANGÍVEIS E O DESEMPENHO ECONÔMICO DAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO.

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria – CEPCON da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade Financeira

Orientador: Prof. Dr. Wagner Moura Lamounier
Universidade Federal de Minas Gerais

Belo Horizonte

Faculdade de Ciências Econômicas

2009

PRISCILLA BIANCHI COUTO

**ATIVOS INTANGÍVEIS E DESEMPENHO ECONÔMICO DAS EMPRESAS DO
NOVO MERCADO**

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

Belo Horizonte, 31 de agosto de 2009

Prof. Pueri do Carmo Mário
Coordenador do Curso

BANCA EXAMINADORA



Prof. Wagner Moura Lamounier
UFMG (Orientador)



Prof. Jersone Tasso Moreira Silva
FUMEC



Prof. Pueri do Carmo Mário
UFMG

Belo Horizonte, 2009

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. Dr. Wagner Moura Lamounier, pelo apoio no decorrer do curso e no desenvolvimento do trabalho, pela disposição em ajudar e por me indicar sempre a direção a ser tomada nos momentos de maior dificuldade.

Aos professores do curso, em especial ao Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto, pela sabedoria e amizade demonstrada durante toda a trajetória do mestrado.

Aos membros da banca de qualificação e defesa, Prof. Dr. Jersone Tasso Moreira e Prof. Dr. Poueri do Carmo Mário, pelas excelentes contribuições.

Aos funcionários do departamento por toda a ajuda durante esses anos.

À CAPES, por financiar parte dos meus estudos.

Aos amigos que cultivei durante o curso, em especial: Amanda, Helton e Amynthas, pelo companheirismo e pela aprendizagem.

Aos amigos que me apoiaram durante todo o processo, em especial, Gabriela, Roberta e Wanessa.

À Deus por todas as oportunidades.

RESUMO

A necessidade de diferenciação das empresas diante do mais fácil acesso às tecnologias e inovações é o que estimula a criação dos ativos intangíveis, visto que estes são únicos e inimitáveis. Várias pesquisas vêm sendo feitas no intuito de quantificar estes ativos, embora não exista na literatura um modelo totalmente confiável e livre de questionamentos. A representatividade desses ativos, de acordo com os modelos existentes, diante do patrimônio contábil das empresas é alvo de diversos questionamentos quanto à necessidade de mensuração dos mesmos pela Contabilidade. Neste estudo procura-se identificar o comportamento dos ativos intangíveis das empresas do Novo Mercado de Governança Corporativa por meio das métricas mais utilizadas nas pesquisas acadêmicas, baseadas na capitalização de mercado, bem como mensurar o impacto dos níveis de intangibilidade no desempenho econômico das companhias. Os resultados obtidos demonstram que o valor de mercado da maioria das companhias do Novo Mercado é superior ao valor contábil, sendo que esta diferença sofreu um aumento ao longo dos períodos analisados, e de acordo com a análise da tendência espera-se aumentos ainda mais significativos. Quanto às relações entre os índices de intangibilidade e de desempenho econômico, esta mostrou-se significativa na maioria das companhias, no entanto, observou-se também relações negativas entre estes índices.

Palavras-Chave: Intangíveis . Desempenho . Governança

ABSTRACT

The need for differentiation of business before the easiest access to technology and innovation is what stimulates the creation of intangible assets, because they are unique and aren't possible to imitate. Several studies have been made in order to quantify these assets, although there isn't in the literature a completely reliable model and free of doubts. The representativeness of these assets, according to existing models, front of the business wealth the accounting is being questioned about the need of measurement. This study seeks to identify the behavior of the intangible assets of companies in the New Market of Corporate Governance by most used metrics at academics researches: based in the capitalization of market, as well as quantify the impact of the levels of intangibility in the economic performance of the company. The gotten results demonstrate that the value of market of the majority of the company of the New Market is superior to the countable value, being that this difference suffered an increase throughout the analyzed periods, and in accordance with the analysis of the trend the expects is increases more significant. How much to the relations between the indices of intangibility and economic performance, this revealed significant in the majority of the company, however, it also observed negative relations between these indices.

Key-Words: Intangible . Performance . governance

LISTAS DE ILUSTRAÇÕES

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Classificação do Capital intelectual Segundo Edvinsson e Malone.....	32
Figura 2- Agrupamento das Empresas do Nível 1 de acordo com o Grau de Intangibilidade.....	67
Figura 3- Agrupamento das Empresas do Nível 2 de acordo com o Grau de Intangibilidade.....	68
Figura 4- Agrupamento das Empresas do Novo Mercado de acordo com o Grau de Intangibilidade.....	69

LISTAS DE QUADROS

Quadro 1- Paradigmas da Era Industrial e da Era do Conhecimento.....	24
Quadro 2- Resumo das Variáveis do Estudo.....	57

LISTAS DE TABELAS

Tabela 1: Análise Descritiva do Grau de Intangibilidade das Empresas do Nível 1.....	63
Tabela 2: Análise Descritiva do Grau de Intangibilidade das Empresas do Nível 2.....	64
Tabela 3: Análise Descritiva do Grau de Intangibilidade das Empresas do Novo Mercado.....	65
Tabela 4: Análise Descritiva do “Q” Aproximado das Empresas do Nível 1.....	70
Tabela 5: Análise Descritiva do “Q” Aproximado das Empresas do Nível 2.....	71
Tabela 6: Análise Descritiva do “Q” Aproximado das Empresas do Novo Mercado.....	71
Tabela 7- Resumo da Análise da Relevância dos Ativos Intangíveis.....	73
Tabela 8- Tendência do Grau de Intangibilidade do Nível 1.....	75
Tabela 9- Tendência do “Q” Aproximado do Nível 1.....	77
Tabela 10- Tendência do Grau de Intangibilidade do Nível 2.....	78
Tabela 11- Tendência do “Q” aproximado do Nível 2.....	79
Tabela 12- Tendência do Grau de Intangibilidade do Novo Mercado.....	80
Tabela 13- Tendência do “Q” aproximado Novo Mercado.....	81
Tabela 14: Análise da tendência dos índices de intangibilidade.....	83
Tabela 15- Tendência do da Margem Líquida do Nível 1.....	84
Tabela 16- Tendência do Retorno sobre o Patrimônio Líquido do Nível 1.....	84
Tabela 17- Tendência do EVA % do Nível 1.....	85
Tabela 18- Tendência da Margem Líquida do Nível 2.....	86
Tabela 19- Tendência do Retorno sobre o Patrimônio Líquido do Nível 2.....	87
Tabela 20- Tendência do EVA% do Nível 2.....	87
Tabela 21- Tendência da Margem Líquida do Novo Mercado.....	88
Tabela 22- Tendência do Retorno sobre o Patrimônio Líquido do Novo Mercado.....	89
Tabela 23- Tendência do EVA % do Novo Mercado.....	90
Tabela 24: Análise da tendência dos índices de Desempenho Econômico.....	91
Tabela 25: Impacto do Grau de Intangibilidade no EVA% das empresas do Nível 1.....	93
Tabela 26: Impacto do Grau de Intangibilidade na Margem Líquida das empresas do Nível 1...	94
Tabela 27: Impacto do Grau de Intangibilidade no Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas do Nível 1.....	95

Tabela 28: Impacto do “Q” Aproximado no EVA% das empresas do Nível 1.....	97
Tabela 29: Impacto do “Q” Aproximado na Margem Líquida das empresas do Nível 1.....	98
Tabela 30: Impacto do “Q” Aproximado no Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas do Nível 1.....	99
Tabela 31: Impacto do Grau de Intangibilidade no EVA% das empresas do Nível 2.....	100
Tabela 32: Impacto do Grau de Intangibilidade na Margem Líquida das empresas do Nível 2..	101
Tabela 33: Impacto do Grau de Intangibilidade no Patrimônio Líquido das empresas do Nível 2.....	102
Tabela 34: Impacto do “Q” aproximado no EVA% das empresas do Nível 2.....	102
Tabela 35: Impacto do “Q” aproximado na Margem Líquida das empresas do Nível 2.....	103
Tabela 36: Impacto do “Q” aproximado no Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas do Nível 2.....	104
Tabela 37: Impacto do Grau de Intangibilidade no EVA% das empresas do Novo Mercado.....	105
Tabela 38: Impacto do Grau de Intangibilidade na Margem Líquida das empresas do Novo Mercado.....	106
Tabela 39: Impacto do Grau de Intangibilidade no Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas do Novo Mercado.....	107
Tabela 40: Impacto do “Q” aproximado no EVA% das empresas do Novo Mercado.....	108
Tabela 41: Impacto do “Q” aproximado na Margem Líquida das empresas do Novo Mercado...	109
Tabela 42: Impacto do “Q” aproximado no Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas do Novo Mercado.....	110
Tabela 43- Relação entre o Grau de Intangibilidade e os índices de Desempenho Econômico...	111
Tabela 44: Relação entre o “Q” Aproximado e os índices de Desempenho Econômico.....	112
Tabela 45: Teste t de variância combinada para o impacto dos Intangíveis no EVA%.....	113
Tabela 46: Teste t de variância combinada para o impacto dos Intangíveis na Margem Líquida.....	113
Tabela 47: Teste t de variância combinada para o impacto dos Intangíveis no Retorno sobre o Patrimônio Líquido.....	114
Tabela 48: Impacto do Grau de Intangibilidade no Desempenho Econômico de cada Setor.....	115
Tabela 49: Impacto do “Q” aproximado no Desempenho Econômico de cada Setor.....	117
Tabela 50: Relação entre o Grau de Intangibilidade e o EVA%.....	119

Tabela 51: Relação entre o “Q” aproximado e o EVA%.....	120
Tabela 52: Relação entre o Grau de Intangibilidade e a Margem Líquida.....	120
Tabela 53: Relação entre o “Q” aproximado e a Margem Líquida.....	121
Tabela 54: Relação entre o Grau de Intangibilidade e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido....	122
Tabela 55: Relação entre o “Q” aproximado e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido.....	122
Tabela 56: Teste t de variância combinada para o impacto dos Intangíveis no EVA%.....	123
Tabela 57: Teste t de variância combinada para o impacto dos Intangíveis na Margem Líquida.....	124
Tabela 58: Teste t de variância combinada para o impacto dos Intangíveis no Retorno sobre o Patrimônio Líquido	124

LISTA DE SIGLAS

APM- Arbitrage Pricing Model

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CAPM- Capital Asset Pricing Model

CPC- Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM- Comissão de Valores Mobiliários

EVA- Economic Value Added

FAS-Financial Accounting Standards

FMI- Fundo Monetário Internacional

IASB- International Accounting Standards Board

IBGC- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IGF- Intelect Gerenciamento Financeiro

ML- Margem Líquida

ROE- Retorno sobre o Patrimônio Líquido

LISTA DE FÓRMULAS

- (1) Grau de Intangibilidade
- (2) Valor de Mercado
- (3) “Q” de Tobin
- (4) “Q” Aproximado
- (5) Valor Contábil das Dívidas
- (6) EVA
- (7) Spread
- (8) WACC
- (9) Custo do Capital Próprio
- (10) Custo da Dívida
- (11) Retorno sobre o Investimento
- (12) Retorno sobre o Patrimônio Líquido
- (13) Margem Líquida
- (14) Modelo de Tendência Linear
- (15) Modelo de Regressão Linear
- (16) Modelo de Regressão Linear para Análise da Relação do EVA com o GI
- (17) Modelo de Regressão Linear para Análise da Relação do EVA com o “Q” Aproximado
- (18) Modelo de Regressão Linear para Análise da Relação do ROE com o Grau de Intangibilidade
- (19) Modelo de Regressão Linear para Análise da Relação do ROE com o “Q” Aproximado
- (20) Modelo de Regressão Linear para Análise da Relação da ML com o GI
- (21) Modelo de Regressão Linear para Análise da Relação da ML com o “Q” Aproximado

SUMÁRIO

1 – INTRODUÇÃO	16
1.1– APRESENTAÇÃO	16
1.2– PROBLEMA DE PESQUISA	18
1.3– OBJETIVOS	19
1.4 - JUSTIFICATIVAS E CONTRIBUIÇÕES.....	20
1.5- HIPÓTESES DE PESQUISA	21
2- REFERENCIAL TEÓRICO.....	24
2.1- A SOCIEDADE DO CONHECIMENTO	24
2.2 - DEFINIÇÕES DE ATIVOS INTANGÍVEIS.....	27
2.3 - CLASSIFICAÇÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS	31
2.4 - MENSURAÇÃO DOS INTANGÍVEIS	34
2.4.1- <i>Grau de Intangibilidade</i>	37
2.4.2- <i>“Q de Tobin” Aproximado</i>	39
2.5- DESEMPENHO ECONÔMICO DAS EMPRESAS.....	41
2.5.1- <i>EVA (Economic Value Added)</i>	42
2.5.2- <i>Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Margem Líquida</i>	47
2.6 – GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	49
2.7- CRISE ECONÔMICA MUNDIAL.....	52
3 – METODOLOGIA DA PESQUISA.....	54
3.1 - MÉTODO DE PESQUISA.....	54
3.2 - TÉCNICA ESTATÍSTICA UTILIZADA	55
3.3- VARIÁVEIS EMPÍRICAS	57
3.4- TRATAMENTO DOS DADOS	58
4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	62
4.1- ANÁLISE DESCRITIVA DOS ÍNDICES DE INTANGIBILIDADE.....	62

4.2- ANÁLISE DA TENDÊNCIA DOS ÍNDICES DE INTANGIBILIDADE E DESEMPENHO ECONÔMICO	74
4.2.1- <i>Tendência dos Índices de Intangibilidade</i>	74
4.2.2- <i>Tendência dos Índices de Desempenho Econômico</i>	83
4.3- AVALIAÇÃO DO IMPACTO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS NO DESEMPENHO ECONÔMICO DAS EMPRESAS.....	92
4.3.1- <i>Avaliação do impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico das empresas de acordo com o Nível de Governança Corporativa que ocupam</i>	92
4.3.2- <i>Diferenças dos Impactos dos Ativos Intangíveis de acordo com o Nível de Governança Corporativa</i>	112
4.3.3- <i>Avaliação do impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico do total de empresas e de acordo com o Setor em que atuam</i>	114
4.4- COMPARAÇÃO DO IMPACTO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS NO DESEMPENHO ECONÔMICO ENTRE AS EMPRESAS DO NOVO MERCADO E AS EMPRESAS DO IBOVESPA	119
5- CONCLUSÃO	126
6 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	129

1 – INTRODUÇÃO

1.1– Apresentação

Desde meados da década de 60 a sociedade vem passando por um período de grandes mudanças tecnológicas, econômicas e sociais, transformações estas resultantes da transição da economia, onde o capital físico e financeiro é substituído pela informação e pelo conhecimento. Essa nova economia, conhecida hoje como “Era do Conhecimento”, caracteriza-se pela crescente difusão de novas tecnologias, que além de serem a base para o aperfeiçoamento da produção, também são meios de transmissão do conhecimento entre os indivíduos.

Para Lev (2001), esta “Era do Conhecimento” é marcada pelo processo de crescente transformação em que vive a sociedade e pela velocidade em que ocorrem as inovações, destacando também, a valorização da capacidade humana de aplicação do conhecimento aos recursos disponíveis, bem como a forma de utilização dos mesmos. O mesmo autor salienta que a tecnologia permite o aperfeiçoamento das técnicas e do conhecimento, fator este que, nos dias de hoje, é o responsável pela diferenciação das organizações.

Esse diferencial proporcionado não só pelo conhecimento e habilidade dos empregados, mas também por outros fatores como marcas, reputação, softwares, dentre outros, são os chamados ativos intangíveis, ou seja, aqueles que não possuem estrutura física ou corpórea. Para Kayo (2002, p.14):

...duas empresas que fabricam o mesmo tipo de produto podem até construir fábricas semelhantes, comprar as mesmas máquinas, utilizar o mesmo tipo de matéria-prima, manter o mesmo nível de capital de giro e possuir outros ativos tangíveis similares. Entretanto, essas duas empresas podem apresentar valores de mercado bastante distintos em função, principalmente, da presença de ativos intangíveis. A atuação dos intangíveis pode resultar em um preço superior, custos e despesas inferiores ou uma combinação desses fatores.

Na Contabilidade, os ativos intangíveis têm tido maior ênfase desde a década de 80, e um reflexo do aumento dos ativos intangíveis nas companhias, segundo Lev (2001), é o estudo realizado nas empresas relacionadas no S&P 500, onde foi detectado um crescimento do índice de valor de

mercado sobre o valor contábil, do ano de 1980 até o ano de 2001. De acordo com o estudo, este índice, que inicialmente era em média igual a 1, representando assim um valor contábil igual ao valor de mercado, foi para 6, o que significa que em 2001 o valor de mercado das empresas pesquisadas era cerca de 6 vezes maior que o valor patrimonial relatado pela contabilidade.

Essa diferença entre o valor contábil e o valor de mercado vem crescendo ainda mais nos últimos anos, e alguns dos principais fatores responsáveis por este evento, segundo Schmidt e Santos, (2002) são: as ondas de incorporações; o interesse nas marcas famosas; a expansão dos setores de serviços; os avanços tecnológicos; o crescimento dos mercados financeiros; e as riquezas advindas do conhecimento humano.

No Brasil, o estudo sobre os ativos intangíveis e a busca pela ampliação da função da ciência contábil ao mensurar os intangíveis já era discutida em 1972, quando Martins (1972) defendeu a mensuração dos ativos intangíveis para um melhor aperfeiçoamento dos relatórios contábeis, ressaltando ainda que, a aproximação da Contabilidade à Economia representa um grande passo para atingir o seu objetivo principal de fornecer informações úteis às decisões dos agentes.

No entanto, não só a mensuração dos intangíveis, como também, a associação destes com outros fatores como desempenho econômico e financeiro também é alvo de discussão no âmbito da ciência contábil. De acordo com Lev (2001) a competição intensificada e o desenvolvimento da tecnologia da informação são os fatores responsáveis pelo papel singular que os intangíveis assumem nas organizações, o de fonte geradora de vantagens competitivas.

Para Lev (2001, p. 17-18):

A riqueza e o crescimento na economia de hoje são direcionados principalmente pelos ativos intangíveis. A competição intensificada em praticamente todos os setores de negócios, induzida pelos processos de globalização, desregulamentação e mudança tecnológica, tem levado as empresas a uma série de mudanças fundamentais, com ênfase nos processos de inovação, desverticalização e uso intensivo da tecnologia da informação.

Essa capacidade dos ativos intangíveis deve-se ao caráter de singularidade que assumem, visto que, os ativos físicos ou tangíveis podem ser comprados e até mesmo copiados, permitindo assim, um mesmo nível de competitividade entre empresas similares. Na verdade, o que proporciona a

criação de valor dentro de uma organização é a combinação dos recursos físicos com os recursos intangíveis, possibilitando assim um diferencial exclusivo e inimitável.

1.2– Problema de Pesquisa

Atualmente diversas pesquisas têm sido feitas buscando-se identificar possíveis relações entre o desempenho das firmas e a presença de intangíveis nas mesmas (KAYO, 2002; ASSAF NETO, 2003; FAMÁ & PEREZ, 2004; SILVA & ROBLES JR, 2007). A identificação de uma relação positiva entre os ativos intangíveis e o desempenho econômico ou financeiro é constantemente identificada, e, em alguns estudos, existe a demonstração de uma alta correlação entre o desempenho e índices de intangibilidade das empresas. No entanto, estudos que visem uma quantificação dos efeitos dos ativos intangíveis no desempenho das firmas, assim como, análises mais aprofundadas que possam avaliar estes impactos ao longo do tempo ainda são escassas na literatura nacional.

Nos estudos citados pode-se destacar a relevância do valor assumido pelos ativos intangíveis em relação à composição do patrimônio das entidades, no entanto a Contabilidade sofre o efeito da regulação, o que ressalta um fator negativo da legislação ao não permitir a mensuração de todos os ativos intangíveis. Em concordância, alguns autores como LEV (2001), KAYO (2002) e SANTOS (2007) atribuem esse crescimento do valor dos intangíveis ao novo cenário onde estão inseridas as companhias, marcado pela ascensão das tecnologias de informação e das telecomunicações.

Lev (2001) destaca ainda que a combinação de duas forças mudou as estruturas empresariais, sendo elas a globalização dos mercados e os avanços das tecnologias de informação. Para o autor, isso fez com que os intangíveis assumissem um papel importante na economia, o de principal condutor de valor dos negócios nas economias desenvolvidas. Speckbacher (2003), também defende o papel dos intangíveis como condutor de valor, ao afirmar que o gerenciamento dos mesmos é o que sustenta a vantagem competitiva no atual cenário industrial.

No atual cenário corporativo, caracterizado pela ascensão dos mercados financeiros, são freqüentes também, os estudos visando à associação do nível de governança corporativa com o desempenho econômico e com a presença de intangíveis. A adoção de práticas de governança corporativa é vista por diversos autores como fator determinante no desempenho das organizações, e conseqüentemente, associa-se também ao crescimento do valor de mercado das mesmas.

Em uma empresa moderna, a capacidade de gerenciar os intangíveis está associada à capacidade de gerar conhecimento. Para Schmidt e Santos (2002: p. 167), na medida em que se aceita o conhecimento como um novo fator de produção, torna-se necessário enfocar os impactos que essas mudanças estão ocasionando nas organizações.

Assim sendo, a questão principal da presente pesquisa pode ser expressa da seguinte forma:

Baseando-se nas premissas quanto aos atributos dos ativos intangíveis e sua utilidade como fatores que possivelmente possibilitariam vantagens competitivas para as empresas que os possuem, qual a relação entre os ativos intangíveis e o desempenho econômico das organizações listadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa da BOVESPA?

1.3– Objetivos

Diante das perspectivas de crescimento dos ativos intangíveis como fator de diferencial e competitividade, afetando assim, o desempenho econômico das organizações, o objetivo principal da presente pesquisa consiste na identificação da relação entre os ativos intangíveis e o desempenho econômico e financeiro das empresas listadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado da BOVESPA no período trimestral iniciado em dezembro de 2001 a março de 2009.

Como forma de alcançar o objetivo geral do estudo, as etapas da investigação são organizadas e detalhadas como os seguintes objetivos específicos:

- Análise da relevância dos ativos intangíveis nas firmas, por meio do cálculo de sua representatividade diante dos ativos tangíveis;
- Determinar a tendência dos índices de intangibilidade e dos índices de desempenho econômico e financeiro das empresas;
- Quantificar e avaliar estatisticamente o impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico das empresas em sua totalidade.
- Analisar comparativamente o impacto dos índices de intangibilidade no desempenho econômico das empresas de acordo com o nível de governança em que estão listadas e de acordo com o setor em que atuam.
- Comparar o impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico das empresas listadas nos níveis 1, 2 e Novo mercado com o mesmo impacto nas empresas do Ibovespa que participam do mercado tradicional.

1.4 - Justificativas e Contribuições

O aumento do uso de recursos intangíveis é notado por meio do crescimento do valor de mercado das ações em relação ao valor contábil das empresas. Essa discrepância entre os valores é vista como uma “falha” da contabilidade e questionada por alguns autores. Cinca e Garcia (2000) criticam a ausência de informações acerca dos ativos intangíveis nos demonstrativos contábeis, afirmando que a informação que hoje interessa à gerência da empresa e ao mercado não está suficientemente refletida nos balanços e documentos contábeis tradicionais. Sveiby (1998) defende a necessidade de mensuração dos intangíveis como forma de avaliação externa, feita pelos credores e fornecedores, o que possibilitaria a visualização da qualidade da gerência da empresa, e principalmente, como forma de avaliação interna, feita pela gerência, o que facilitaria o monitoramento de desempenho e a tomada de decisões.

A necessidade de mensuração dos ativos intangíveis pela contabilidade torna-se mais nítida em função da relevância desses valores na composição do patrimônio e da capacidade de geração de fluxos futuros de caixa. Por meio de uma análise comparativa, segmentando as indústrias por setor e por nível de governança espera-se identificar onde os impactos são maiores, caso existam,

demonstrando assim, as perdas de informação da contabilidade ao não mensurar adequadamente todos os ativos intangíveis e quais os setores mais prejudicados por essa “falha”.

Autores como Sveiby (1998) e Lev (2001), atribuem aos ativos intangíveis a responsabilidade pela vantagem ou desvantagem competitiva, visto que, os recursos tangíveis são mais acessíveis devido à possibilidade de imitação dos mesmos. Como uma das contribuições do estudo, busca-se evidências para comprovação das hipóteses teóricas de que um maior uso de recursos intangíveis proporcionaria uma vantagem competitiva e conseqüentemente um maior desempenho econômico.

Conforme foi citado, existem estudos que comprovam a existência de uma correlação positiva entre o grau de intangibilidade e o desempenho econômico, no entanto, a ausência de pesquisas mais precisas mensurando o impacto dos intangíveis no desempenho econômico justifica a contribuição esperada da presente pesquisa.

Diante da realidade observada onde a contabilidade fornece demonstrativos financeiros estáticos e baseados em valores históricos, em contrapartida ao dinamismo das organizações modernas, fica explícita a importância da mensuração de todos os ativos intangíveis no patrimônio das firmas como ferramenta de complemento ao controle gerencial, o que permitiria um melhor planejamento das atividades e dos investimentos.

Adicionalmente aos benefícios citados, a avaliação dos impactos dos ativos intangíveis no desempenho proporcionaria aos sócios/acionistas uma visão mais ampla da criação de valor nas companhias, destacando assim a importância dos intangíveis, o que conseqüentemente serviria como auxílio nas tomadas de decisões estratégicas, fortalecendo assim a justificativa de se agregar à contabilidade ferramentas de mensuração dos ativos intangíveis.

1.5- Hipóteses de Pesquisa

Como forma de orientação ao processo investigativo, adotam-se as seguintes perguntas e hipóteses que serão testadas na pesquisa:

Pergunta 1: Existe uma tendência de crescimento do índice de intangibilidade das empresas dos níveis 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa?

H_0 = Não existe uma tendência de crescimento do índice de intangibilidade das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

H_1 = Existe uma tendência de crescimento do índice de intangibilidade das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

Pergunta 2: Existem impactos estatisticamente significativos dos ativos intangíveis no desempenho econômico das empresas listadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado de governança corporativa da BOVESPA?

H_0 = Não existem impactos estatisticamente significativos entre o índice de intangibilidade e o desempenho das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

H_1 = Existem impactos estatisticamente significativos entre o índice de intangibilidade e o desempenho das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

Pergunta 3: Existem diferenças estatisticamente significativas nas relações dos índices de intangibilidade com os índices de desempenho econômico entre os níveis 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa?

H_0 = Não existem diferenças nas relações dos índices de intangibilidade com os índices de desempenho econômico nos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

H_1 = Existem diferenças nas relações dos índices de intangibilidade com os índices de desempenho econômico nos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

Pergunta 4: Existem diferenças estatisticamente significativas entre as relações dos índices de intangibilidade e desempenho econômico das empresas dos níveis de Governança Corporativa e das empresas do mercado tradicional?

H_0 = Não existem diferenças entre as relações dos índices de intangibilidade e desempenho econômico das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA e das empresas do mercado tradicional.

H_1 = Existem diferenças entre as relações dos índices de intangibilidade e desempenho econômico das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA e das empresas do mercado tradicional.

2- REFERENCIAL TEÓRICO

2.1- A Sociedade do Conhecimento

As constantes mudanças que ocorrem no ambiente externo às organizações, em se tratando do campo social, político e principalmente, tecnológico, conduzem as mesmas a um ambiente cada vez mais competitivo. Para que alcancem o sucesso ou mesmo, a sobrevivência, as organizações recorrem a elementos que possam diferenciá-las frente aos seus concorrentes, ressaltando-se a busca pelo conhecimento e o gerenciamento das informações, características estas que, segundo Angeloni e Fernandes (2000), marcam a nova era em que a sociedade encontra-se, a “Era da Sociedade do Conhecimento”, substituindo assim a Sociedade Industrial.

De acordo com Angeloni e Fernandes (2000), a “Era Industrial”, que antecede a “Era do Conhecimento”, era caracterizada pela gestão focada nos recursos físicos, as transformações eram mais lentas e a competição menos acirrada. No entanto, as constantes mudanças proporcionadas pelos avanços tecnológicos e pela tecnologia da informação resultaram em um ambiente de forte competição onde a necessidade de diferenciação mudou o foco da gestão para a criação de valor através do conhecimento humano.

Essa mudança de paradigma pode ser mais bem visualizada através da síntese de Stewart (1998), evidenciando assim a transferência de valores dentro das organizações dos recursos tangíveis para os recursos intangíveis, descrito conforme segue:

Quadro 1- Paradigmas da Era Industrial e da Era do Conhecimento

Item	Era Industrial	Era do Conhecimento
Pessoas	Geradores de custos ou recursos	Geradores de recursos
Base de poder dos gestores	Nível relativo da hierarquia organizacional	Nível relativo de conhecimento
Luta de poder	Trabalhadores físicos versus capitalistas	Trabalhadores do conhecimento versus gestores
Informação	Instrumento de controle	Ferramenta para o recurso da comunicação
Produção	Trabalhadores físicos processando recursos físicos para criar produtos tangíveis	Trabalhadores do conhecimento convertendo conhecimento em estruturas intangíveis
Fluxo da Informação	Via hierarquia organizacional	Via redes colegiadas
Forma básica de receita	Tangíveis	Intangíveis

Estrangulamento da produção	Capital financeiro e habilidades	Tempo e conhecimento
Manifestação da produção	Produtos tangíveis	Estruturas intangíveis
Relacionamento com o cliente	Unilateral pelos mercados	Interativo pelas redes pessoais
Conhecimento	Uma ferramenta ou um recurso entre outros	O foco empresarial
Finalidade do aprendizado	Aplicação de novas ferramentas	Criação de novos ativos
Valores do mercado	Regidos pelos ativos tangíveis	Regidos pelos ativos intangíveis
Economia	De redução de custos	De aumento de lucros e redução de custos

Fonte: Quadro adaptado de Sveiby (1998, p.32)

Conforme o quadro exposto, a Era do Conhecimento possui o foco central no conhecimento humano, que segundo Nonaka e Tateuchi (1997, p. 33) “*significa sabedoria adquirida a partir da perspectiva da personalidade como um todo*”. Ressaltam-se algumas características básicas que diferem a Era do conhecimento do período que a antecede, como, por exemplos: o intenso investimento em pesquisas científicas e programas de treinamentos, o papel fundamental da educação e o crescente fluxo de informações.

Existem dois tipos de conhecimento, de acordo com Nonaka e Tateuchi (1997), o conhecimento tácito e o conhecimento explícito e a criação do conhecimento ocorre quando o conhecimento tácito é convertido ao conhecimento explícito. O conhecimento tácito é aquele inerente ao ser humano, o conhecimento subjetivo que advém de habilidades ou experiências individuais do ser humanos e, portanto, é o conhecimento mais difícil, ou mesmo impossível de ser transferido. Já o conhecimento explícito é aquele facilmente transferível, podendo este ser articulado na linguagem formal, em textos, gráficos, desenhos, etc. Nonaka e Takeuchi (1997), afirmam que o trabalho efetivo da gestão do conhecimento somente é possível em um ambiente em que possa ocorrer a contínua conversão entre esses dois formatos.

A forma de gerenciamento e aplicabilidade deste conhecimento afeta de forma significativa o valor da organização, visto que pode implicar na criação de bens intangíveis. Nonaka e Takeuchi (1997) ressaltam que criação de valor na empresa ocorre na transferência do conhecimento aos bens e serviços produzidos, sendo que este processo de detenção do conhecimento pode ser dividido em 4 etapas, sendo elas: a socialização, a externalização, a combinação e a internalização do conhecimento.

A socialização converte o conhecimento tácito em tácito e consiste na troca de experiências entre os indivíduos, assim como a externalização, o que difere uma etapa da outra é que na primeira a troca de experiências ocorre através da observação, de forma indireta, enquanto na segunda o conhecimento é transmitido formalmente, através da linguagem falada ou escrita. Na terceira etapa, da combinação, é um processo de sistematização de conhecimentos em um sistema de conhecimentos, ou seja, ocorre a conversão do conhecimento explícito em explícito, e na internalização o conhecimento explícito é convertido em tácito, caracterizando a forma de colocar-se em prática o aprendido.

Segundo Sveiby (1998), o conceito de "Gestão do Conhecimento" surgiu no início da década de 90, e o seu objetivo principal é a criação de valor dentro das organizações através da máxima eficiência do uso de seus recursos, o que seria possível por meio da aprendizagem organizacional.

Para Santiago e Santiago Jr. (2007) a gestão do conhecimento traz como conseqüências: a valorização do ser humano como detentor do conhecimento; a identificação dos recursos de produção não mais como fatores determinantes; a materialização dos conhecimentos em tecnologias, a expansão dos setores de serviços e a utilização de mais recursos intelectuais do que materiais na produção. Apesar de que, em alguns casos, seja possível a materialização do conhecimento, para que o mesmo seja criado é essencial o seu desenvolvimento primordial pelo ser humano, justificando assim a atenção focada na ciência da informação.

Neste sentido Angeloni (2008, p. 59) destaca que a implantação e o gerenciamento da gestão do conhecimento *"trata-se fundamentalmente de uma forma de alavancar a eficácia organizacional que se utiliza de elementos presentes no comportamento individual/grupal, nas tecnologias de informação e nos elementos estruturais da organização"*, realçando assim o seu papel como condutor de valor para as organizações.

No entanto, a era do conhecimento requer um estilo gerencial que propicie o comprometimento das pessoas, o espírito criativo, a confiança e a responsabilidade compartilhada, indispensável para a gestão do conhecimento.

Devido ao papel de criação de valor, nota-se uma proximidade dos conceitos de Gestão do Conhecimento e de Ativos Intangíveis. Santiago e Santiago Jr. (2007) explicam que a aplicação

do conhecimento produz benefícios que impactam de forma expressiva no valor de mercado das empresas, no entanto o conceito de ativo intangível tende a ser mais amplo, visto que abrange todo o conjunto de benefícios incorpóreos que agregam valor para a empresa.

Na realidade o conhecimento é um tipo de ativo intangível, e conforme Stewart (1998) é o ativo intangível que gera maior vantagem competitiva para as organizações. Segundo Angeloni (2008, p. 191) as organizações dos dias atuais, também chamadas de organizações do conhecimento, não são mais avaliadas pelo seu patrimônio físico e sim pela capacidade intelectual das pessoas que nela atuam.

2.2 - Definições de Ativos Intangíveis

Antes de conceituar os ativos intangíveis de forma mais precisa, torna-se necessária a definição de ativos. Pode-se, ainda, dizer que este é um dos maiores conflitos da teoria da contabilidade devido à sua amplitude e complexidade. Para Schmidt e Santos (2002, p. 12) as divergências são *“não só em virtude das dificuldades de sua definição, mas principalmente pelas incertezas a respeito da mensuração de seus valores e de sua vida útil”*.

Para Hendriksen e Van Breda (1999, p. 286), *“ativos devem ser definidos como potenciais de fluxos de serviço ou direitos a benefícios sob o controle de uma organização”*. Seguindo a mesma linha de pensamento, Iudícibus (2000, p. 130) afirma que ativos são recursos controlados pela entidade, capazes de gerar fluxos de caixa, bem como, de acordo com Schmidt e Santos (2002, p. 12), ativos caracterizam-se como agentes controlados por uma entidade que geram benefícios presentes ou futuros.

Para Iudícibus (2000, p. 130), existem algumas características básicas dos ativos. A primeira delas é que o ativo deve ser considerado à luz de sua propriedade ou à luz de sua posse e controle, sendo que normalmente as duas condições virão juntas. O ativo também precisa apresentar alguma potencialidade de benefícios futuros para a entidade e por último refere-se à necessidade da entidade ter direito exclusivo sobre ele. Nota-se que quando o autor refere-se à posse e direito sobre o ativo, ele descarta a possibilidade de criação do conhecimento, sendo que este não pode

ser considerado propriedade da empresa ou mesmo controlado, o que demonstra certo direcionamento aos ativos tangíveis.

No entanto, com uma visão mais econômica, Martins (1972, p. 30) conceitua ativo como sendo “*o futuro resultado econômico que se espera obter de um agente*”. Tal definição, apesar de seu caráter histórico, contempla tanto os ativos físicos como os ativos intangíveis.

Com outro conceito que abrange também os ativos intangíveis, conforme Hendriksen e Van Breda (1999, p. 281), “*ativos são essencialmente reservas de benefícios futuros*” e em relação ao reconhecimento dos mesmos, os autores afirmam que, para que sejam considerados ativos, devem preencher alguns requisitos. Atendendo a essas exigências, segundo Hendriksen e Van Breda (1999, p.388), os ativos físicos, bem como os ativos intangíveis, devem ser reconhecidos quando:

- “a) corresponderem à definição de ativo;
- b) serem relevantes: a informação é capaz de fazer diferença na tomada de decisões;
- c) serem mensuráveis: existência de um atributo relevante de mensuração suficientemente confiável;
- d) terem valor preciso: a informação é representativamente verdadeira, verificável e neutra.”

A Contabilidade mede o valor patrimonial de uma empresa através de dados históricos acerca dos custos, ou seja, pressupõe que o valor de compra com os ajustes legais, como a depreciação e a amortização, representa o valor do ativo, o que não se aplica aos intangíveis, visto que, alguns não podem ser adquiridos e são produzidos internamente.

No Brasil, em se tratando das companhias de capital aberto, que são regulamentadas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), até o fim do ano de 2007 não existia uma norma específica quanto ao tratamento dos ativos intangíveis pela Contabilidade. No entanto, a lei nº. 11.638 de 28 de dezembro de 2007 alterou e revogou alguns dispositivos da lei 6.404/76, lei das sociedades por ações, resultado assim na inclusão dos ativos intangíveis nas demonstrações financeiras das sociedades anônimas. Assim no grupo dos ativos intangíveis, conforme a lei exposta, art. 179, passam a vigorar “*os direitos que tenham por objeto bens incorpóreos destinados à manutenção da companhia ou exercidos com essa finalidade, inclusive o fundo de comércio adquirido.*”. Isso significa que considera-se intangíveis basicamente os agentes sem estrutura física que

reconhecidamente contribuam para o exercício da empresa e o ágio na aquisição de investimentos, que também pode ser chamado de *Goodwill*.

Quanto ao reconhecimento e consecutiva contabilização destes ativos intangíveis, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) em seu pronunciamento 04 define que tal situação deve acontecer quando for provável a ocorrência de benefícios futuros favoráveis à entidade e quando o custo deste ativo possa ser mensurado com segurança, sendo que, a contabilização destes far-se-á, inicialmente, por meio do custo histórico.

As normas norte-americanas que dizem respeito aos ativos intangíveis, os pronunciamentos do FAS nº 141 e nº 142, parcialmente mais avançadas que as normas brasileiras, também reconhecem o *Goodwill* advindo da combinação de negócios e determina que um ativo intangível será reconhecido separadamente do *Goodwill* se resultante de um contrato ou outro direito legal, e serão testados pelo *teste de impairment* para verificar se existe diferença significativa entre o seu valor contábil e o seu valor justo.

Quanto à definição de ativo intangível, Hendriksen & Van Breda (1999, p. 388) afirmam que o verbete *intangível* é originário do latim *tangere*, ou seja, “tocar”, e os intangíveis são bens que não podem ser tocados, porque não têm corpo, ampliando a definição de ativo intangível como sendo resultantes do diferimento de desembolsos com serviços em contraste com os desembolsos com bens. No entanto, Hendriksen & Van Breda (1999, p. 388) chamam atenção para o fato que “os contadores têm procurado limitar a definição de intangíveis, na medida em que os restringe a ativos permanentes, ou seja, ativos não circulantes”.

O IASB, por meio do parágrafo 7 do IAS 38, que foi emitido em julho de 1998, ressalta algumas características básicas dos ativos intangíveis, sendo elas, a possibilidade de identificação dos mesmos, a posse e conseqüentemente o controle deles pela empresa e a expectativa de rendimentos futuros através do seu uso, e os define conforme segue:

“An identifiable nonmonetary asset without physical substance. An asset is a resource that is controlled by the enterprise as a result of past events (for example, purchase or self-creation) and from which future economic benefits (inflows of cash or other assets) are expected”.

Stewart (1998), assim como Edvinsson e Malone (1998) e Schmidt e Santos (2002), afirma que o conjunto de todos os ativos intangíveis representa o seu capital intelectual, e o define como o conjunto de conhecimentos e informações encontrados nas organizações, que agregam valor ao produto e/ou serviços, mediante a aplicação da inteligência e não do capital monetário, ao empreendimento.

Para Edvinsson e Malone (1998), o capital intelectual representa a diferença entre o valor de mercado e o valor contábil da organização, sendo que essa diferença é representada pelo capital humano e pelo capital estrutural. Essa definição pode ser contestada por Gu & Lev (apud Gomes, 2003, p. 44), quando afirmam que:

A tentativa de estimar o valor desses elementos através da diferença entre o valor de mercado da empresa e o seu valor contábil não é satisfatória, porque não leva em consideração os erros de precificação do mercado, e que os valores históricos dos ativos no balanço patrimonial não refletem seus valores correntes.

Com um conceito mais atual, Schmidt e Santos (2002), definem capital intelectual como o conhecimento adquirido e transformado pelas pessoas, com o objetivo de produzir ativos de maior valor para a organização. Já Lev (2001), define o ativo intangível como um direito a benefícios futuros que não possui corpo físico ou financeiro que podem ser gerados a partir de descobertas, práticas organizacionais e recursos humanos. Destacando ainda a capacidade de criação de valor dos ativos intangíveis, Kayo (2002, p. 14) os define como sendo “*um conjunto estruturado de conhecimentos, práticas e atitudes da empresa, que, interagindo com seus ativos intangíveis, contribui para a formação do valor das empresas.*”.

São vários os conceitos de ativos intangíveis, porém o conteúdo apresenta a mesma essência. A idéia principal dos conceitos apresentados diz respeito à produção de valor na empresa, visto que, os intangíveis são responsáveis pela valorização de ativos, e conseqüentemente, da empresa. Também se verifica que existe um consenso entre os autores de que o ativo intangível é um recurso oculto, ou seja, incorpóreo, e, ao agregar valor à organização, permite a sua continuidade.

2.3 - Classificação dos Ativos Intangíveis

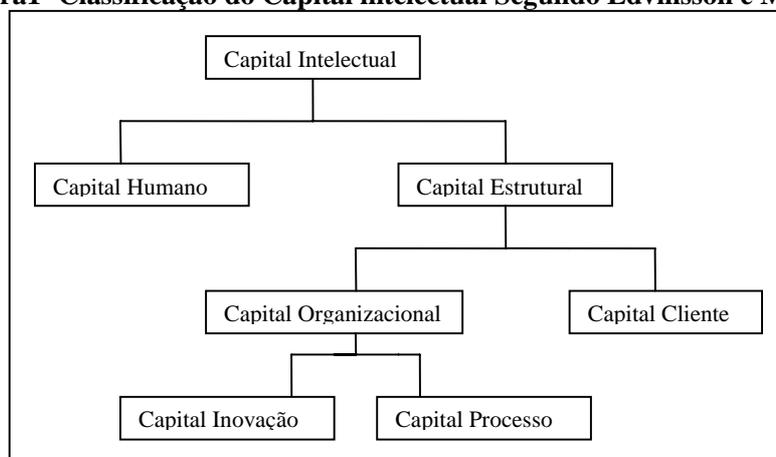
Os ativos intangíveis, também conhecidos como ativos invisíveis, capital intelectual ou ativos do conhecimento, podem ser subdivididos conforme a taxonomia de diversos autores como: Stewart (1998), Sveiby (1998), Edvinsson e Malone (1998), Reilly e Schweihls (1998) e Lev (2001).

De acordo com Stewart (1998, p. 67), que adota a taxonomia de Hubert Saint-Onge do Canadian Imperial Bank of Commerce, o ativo intangível, chamado de capital intelectual, pode ser dividido em capital humano, capital estrutural e capital cliente. Para o autor a separação do capital intelectual nos itens citados permite uma descrição mais visível para os gerentes e investidores.

Para Stewart (1998, p. 68) *“o capital humano é importante porque é a fonte de inovação e renovação”* e é constituído do talento, da habilidade e do conhecimento dos empregados. No entanto, para compartilhar e transmitir o conhecimento faz-se necessário o uso de ativos intelectuais estruturais, o capital estrutural, que é composto pelos sistemas de informações, patentes, processos, banco de dados, e outros ativos intangíveis internos da empresa, e funciona *“como uma espécie de amplificador, ele embala o capital humano e permite seu uso repetido para a criação de valor”* (STEWART, 1998, p. 69). O capital cliente, segundo Stewart (1998, p. 69) é *“o valor dos relacionamentos de uma empresa com as pessoas com as quais faz negócio”*, o que diz respeito basicamente ao relacionamento com os clientes e fornecedores.

Edvinsson e Malone (1998) apresentam uma metodologia semelhante à de Stewart, no entanto, classificam o capital cliente como uma segmentação do capital estrutural, sendo que, este último apresenta outra subdivisão, o capital organizacional. O capital humano constitui-se de *“toda capacidade, conhecimento, habilidade, e experiência individuais dos empregados e gerentes”* (Edvinsson e Malone, 1998, p. 31). O Capital Estrutural é a infra-estrutura que apóia o capital humano, cujo objetivo é *“transmitir e armazenar o conhecimento intelectual”* (Edvinsson e Malone, 1998, p. 32) e o capital cliente é o relacionamento das empresas com seus clientes. (Edvinsson e Malone, 1998, p. 33) A divisão do capital intelectual pode ser mais bem visualizada por meio da figura a seguir.

Figura1- Classificação do Capital intelectual Segundo Edvinsson e Malone



Fonte: Stewart (1999, p.256)

Sveiby (1998) utiliza a expressão “ativos invisíveis” para se referir aos ativos intangíveis e os classifica em três grupos: competência dos empregados, estrutura interna e estrutura externa. A competência dos empregados, conforme Sveiby (1998, p.10) é a capacidade de agir em uma ampla variedade de situações para criar tanto ativos tangíveis como intangíveis. A estrutura interna é formada pelas patentes, conceitos, modelos, sistemas de computação e sistemas administrativos, além do espírito e da cultura organizacional. (Sveiby, 1998, p. 10). A estrutura externa é o relacionamento com clientes e fornecedores, e inclui a marca e a imagem da empresa. (Sveiby, 1998, p. 11).

Entretanto, Lev (2001) argumenta que, os ativos intangíveis devem ser classificados de acordo com o fato gerador, ou seja, a ferramenta que ocasionou o surgimento ou o aumento do ativo intangível. Assim, a classificação proposta pelo autor resume-se em: inovação, desenhos organizacionais singulares e recursos humanos. A inovação está relacionada aos investimentos realizados com pesquisa e desenvolvimento, que podem ser classificados em *puros*, quando ocorre o desenvolvimento de novas ciências e tecnologias, ou *aplicados*, quando é aplicado ao desenvolvimento e aprimoramento de novos produtos (Lev, 2001, p. 55). Os desenhos organizacionais correspondem aos ativos intangíveis internos e exclusivos das organizações, sendo eles, a estrutura e os sistemas singulares. Os recursos humanos apresentam a mesma denominação dos outros autores citados, ou seja, são os talentos e habilidades dos empregados.

A classificação proposta por Reilly e Schweih (1998), no entanto, é mais específica e possui um maior número de divisões, sendo elas relacionadas à: Marketing, Tecnologia, Processamento de dados, Engenharia, Clientes, Contratos, Capital Humano, Localização e Goodwill (Reilly e Schweih, 1998, p.19). Tal classificação é tão explícita, que não se vê a necessidade de explicar as características de cada grupo no presente estudo.

No entanto, dentre as subdivisões dos ativos intangíveis propostas por Reilly e Schweih (1998), cabe ressaltar o *Goodwill*, um ativo intangível que é alvo de discussões desde o séc XIX, conforme já observava Martins (1972, p. 55):

O *Goodwill* tem sido motivo de estudos, debates, artigos, livros, legislação, concordâncias e divergências desde há muito anos. As citações e referências a ele datam de séculos atrás, mas a primeira condensação do seu significado e o primeiro trabalho sistemático tendo-o como tema central parecem ter existido em 1891.

O conceito de Goodwill torna-se algo complexo devido às divergências de opiniões entre os autores, visto que alguns autores como Reilly e Schweih (1998) o consideram como um dos ativos intangíveis, e outros como Santiago e Santiago Jr. (2007) o definem como sendo a diferença entre o valor de mercado e o valor contábil das organizações. Já quanto à sua importância, Hendriksen e Van Breda (1999, p. 392), afirmam que o “*Goodwill* é o mais importante ativo intangível na maioria das empresas. Frequentemente, é o ativo de tratamento mais complexo porque carece de muitas das características associadas a ativos, tais como identificabilidade e separabilidade.”

Alguns autores como Martins (2001, p.131) consideram o goodwill um resíduo afirmando que “*representa um resíduo de valor não identificável*”. Em contrapartida, segundo Iudícibus (2000, p.211) o goodwill origina-se da expectativa de rentabilidade futura e pode ser conceituado como o “*valor atual dos lucros futuros esperados descontados pelos seus custos de oportunidade*”, e é reconhecido contabilmente “*...nas consolidações como o excesso de valor pago pela companhia-mãe por sua participação sobre os ativos líquidos da subsidiária.*”

Diferentemente dos autores citados, o FASB classifica os ativos intangíveis de uma forma mais abrangente, sendo estes divididos em 5 grupos, além do Goodwill, sendo eles: os ativos

intangíveis relacionados ao marketing, relacionados aos clientes, relacionados às artes, baseados em contratos e baseados em tecnologia. Dentre os ativos baseados no marketing encontram-se as marcas, imagem do produto e o interesse que o mesmo proporciona nos consumidores. Os ativos relacionados aos clientes dizem respeito à relação da empresa com os clientes, sendo estes referentes a contratos, pedidos, etc e os ativos relacionados à arte são aqueles decorrentes da criação artística ou compra de direitos autorais. Já os ativos intangíveis baseados em contratos diferem dos ativos relacionados aos clientes, pois tratam de contratos de serviços que fornecem um fluxo monetário, como por exemplo, contratos de arrendamentos e contratos de direitos de usos. Por último, os ativos intangíveis baseados na tecnologia têm como característica essencial a relação com as inovações e os avanços tecnológicos.

2.4 - Mensuração dos intangíveis

Diante da aproximação dos conceitos de avaliação e mensuração fez-se necessária uma definição clara sobre o que é mensurar. Para Hendriksen & Van Breda (1999: p. 304) “*mensuração é o processo de atribuição de valores monetários significativos a objetos ou eventos associados a uma empresa, obtidos de modo a permitir agregação ou desagregação, quando exigida em situações específicas*”. Apesar de o autor utilizar a palavra valores monetários, o mesmo admite que, embora pouco comum, dados não monetários, no entanto, numéricos como exemplo dos índices, também são utilizados na mensuração dos ativos. De uma forma mais simples, Bueno (1996) explica que mensurar significa medir, avaliar, e avaliar significa estimar, aquilatar, aferir, apreciar. A partir destes conceitos pode-se diferenciar os dois conceitos de mensuração e avaliação, ressaltando que a mensuração está relacionada a valores numéricos e inclui também o conceito de avaliação, enquanto a avaliação aproxima-se do reconhecimento da grandeza do ativo, sendo possível notar a ocorrência de um julgamento de grandezas.

Brooking (1996) defende a adoção de métricas para mensuração dos ativos intangíveis argumentando que tal procedimento possibilita a análise do valor real da empresa, além de: fornecer informações para possíveis programas de reestruturação organizacional; permitir um melhor planejamento das atividades de pesquisa e desenvolvimento; servir de base para

elaboração de programas de educação organizacional e treinamento e certificar-se de seu potencial para atingir seus objetivos.

De acordo com a classificação sugerida por Luthy (1998), os métodos de avaliação dos ativos intangíveis se subdividem em quatro categorias, sendo elas: métodos baseados na capitalização de mercado, métodos baseados em medidas diretas de capital intelectual, métodos baseados no retorno sobre os ativos e métodos scorecard.

Os métodos baseados na capitalização de mercado têm como objetivo estimar o valor dos ativos intangíveis baseados no valor de mercado das empresas, ou seja, calcula-se a diferença entre a capitalização de mercado e os ativos fornecidos pelas demonstrações contábeis. Os métodos que compõem este grupo são: razão entre o valor de mercado e o valor contábil (Market-to-book-value), conhecido também como grau de intangibilidade (Famá e Perez, 2004), e o Q de Tobin proposto por Tobin e Brainard (1968).

Existe uma grande dificuldade de mensuração dos ativos intangíveis de forma mais objetiva, no entanto, os métodos da capitalização de mercado apresentam vantagens de um maior embasamento teórico, visto que, é quase um consenso entre os pesquisadores, como exemplo Stewart (1998) e Gomes (2003), que a obtenção da diferença entre o preço de venda e o valor dos ativos físicos de uma organização reflete o valor atribuído pelo mercado aos ativos intangíveis da mesma, conforme argumenta Stewart (1998, p. 51):

“...quando o mercado de ações avalia empresas em três, quatro ou dez vezes mais que o valor contábil de seus ativos, está contando uma verdade simples, porém profunda: os ativos físicos de uma empresa baseada no conhecimento contribuem muito menos para o valor de seu produto (ou serviço) final do que os ativos intangíveis – os talentos de seus funcionários, a eficácia de seus sistemas gerenciais, o caráter de seus relacionamentos com os clientes – que, juntos, constituem seu capital intelectual.”

Os métodos baseados em medidas diretas de capital intelectual (Direct Intellectual Capital methods, DIC) quantificam os intangíveis por meio da identificação dos seus componentes, que, quando mensurados podem ser diretamente avaliados ou como um coeficiente agregado. Este grupo é composto pelos seguintes métodos:

- Technology Broker (BROOKING, 1996)
- Citation-Weighted Patents (BONTIS, 2000)
- The Value Explorer™ (ANDRIESSEN & TIESSEN, 2000)
- Intellectual Asset Valuation (SULLIVAN, 2000)
- Total Value Creation – TVC™ (ANDERSEN & MCLEAN apud GOMES, 2003)
- Accounting for the Future – AFTF (NASH apud GOMES, 2003)

Já os métodos baseados nos retornos sobre os ativos (Return on Assets methods, ROA), baseiam-se na lucratividade das empresas, relacionada ao valor contábil dos seus ativos tangíveis. Segundo GOMES (2003) utiliza-se a seguinte metodologia de cálculo: a média de lucros antes dos impostos para um determinado período de tempo é dividida pelo valor médio dos ativos tangíveis da empresa, resultando no valor do Retorno sobre os Ativos dela. O valor obtido é, então, comparado com a média do setor onde ela está inserida, sendo a diferença multiplicada pelo valor médio dos seus ativos tangíveis, para se obter uma média anual de lucro dos intangíveis.

Alguns métodos que compõem o grupo são:

- Human Resource Costing & Accounting (JOHANSSON apud GOMES, 2003)
- Valor intangível calculado (STEWART , 1999 e LUTHY, 1998)
- Knowledge capital earnings (LEV, 2000)
- Valor do Capital intelectual adicionado (PULIC, 2000)

Por ultimo estão os métodos Scorecard (Scorecard Methods, SC), onde os componentes dos ativos intangíveis são identificados e atribui-se valores aos mesmos na forma de indicadores, que são gerados e relatados nos Scorecards ou em gráficos. São semelhantes aos métodos de medidas diretas de capital intelectual, exceto pelo fato de que eles não estimam valores monetários, e sim, índices. Alguns métodos deste grupo são:

- Human Capital Intelligence (JAC FITZ-ENZ apud GOMES, 2003)
- Skandia Navigator™ (EDVINSSON e MALONE, 1997)
- Value Chain Scoreboard™ (LEV, 2000)
- IC-Index™ (ROOS, ROOS, DRAGONETTI e EDVINSSON ,1997)

- Monitor de Ativos Intangíveis – Intangibles Assets Monitor (SVEIBY, 1997)
- Balanced Scorecard (KAPLAN e NORTON, 1996)

Gomes (2003) classifica os principais métodos de avaliação dos intangíveis, escolha esta associada às referências nas diversas publicações sobre o assunto. Tais métodos são: Razão entre o valor de mercado e o valor contábil, Q de Tobin, Balanced Scorecard e Skandia Navigator.

2.4.1- Grau de Intangibilidade

No presente estudo, os métodos de avaliação dos ativos intangíveis a serem utilizados serão: o Q de Tobin e a razão entre o valor de mercado e o valor contábil, ou seja, os métodos baseados na capitalização de mercado. Stewart (1998, p.201) justifica a adoção destes métodos ao afirmar que *“se o valor de uma empresa é maior do que o valor que os acionistas possuem, faz sentido atribuir a diferença ao capital intelectual”*. Para o autor, se o mercado avalia a empresa por um valor acima de seu valor contábil, isto significa que o excesso deste valor corresponde ao capital intelectual da empresa.

A razão entre o valor de mercado e o valor contábil, também chamado de grau de intangibilidade por Kayo (2002) e (Famá e Perez, 2004), pode ser calculado dividindo-se o valor de mercado da empresa (verificado a partir do preço de suas ações multiplicado pelo número de ações existentes) pelo seu valor contábil, ou seja, a representação monetária do seu patrimônio líquido. Este método é representado pela seguinte fórmula:

$$\text{Grau de intangibilidade} = GI = \frac{VM}{VC} \quad (1)$$

Sendo:

VM= Valor de mercado

VC= Valor contábil

O Valor de mercado de uma empresa pode ser obtido por meio da multiplicação do preço de suas ações, tanto ordinárias como preferenciais, pelo número de ações, de acordo com a representatividade de cada tipo.

$$V_m = N_{AO}P_{AO} + N_{AP}P_{AP} \quad (2)$$

Onde:

N_{AO} = Número de ações ordinárias

P_{AO} = Preço de cada ação ordinária

N_{AP} = Número de ações preferenciais

Já o valor contábil é obtido por meio da subtração de todas as dívidas da empresa do seu ativo total, sendo estes divulgados pela contabilidade, ou seja, avaliados a custo histórico. Assim sendo, pode-se dizer que o valor contábil é representado pelo valor do patrimônio líquido de cada empresa.

O grau de intangibilidade é uma medida relativa que permite a identificação da composição dos ativos intangíveis na estrutura das empresas. Trata-se de uma medida global de valor, visto que, indica a expectativa do mercado em relação à situação da empresa. Em termos práticos, pode-se dizer que o valor de mercado é o valor econômico da empresa, já que no momento determinado, suas ações encontram-se em disponibilidade para possíveis operações comerciais.

Também conhecido como *Market-to-book-value* por Stewart (1998) e Luthy (1998), o grau de intangibilidade, representado pela divisão do valor de mercado pelo valor contábil dos ativos líquidos da empresa, gera um quociente que, segundo Stewart (1998), permite a análise comparativa das empresas, visto que, fatores exógenos afetariam o mercado como um todo de forma semelhante.

2.4.2- “Q de Tobin” Aproximado

O quociente proposto originalmente por Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969), que viria a ser conhecido como o “Q de Tobin”, pode ser definido como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos.

Esse índice consolidou-se como uma variável de indiscutível utilidade em diferentes aplicações nas áreas de economia e finanças, tendo possibilitado uma nova compreensão de fenômenos tão distintos entre si, a exemplo de política de dividendos, a estrutura de capital e o poder de monopólio das empresas (Famá e Barros, 2001, p. 2).

A fórmula de cálculo deste índice é:

$$Q = \frac{VMA + VMD}{VRA} \quad (3)$$

Sendo:

VMA = Valor de mercado das ações

VMD = Valor de mercado das dívidas

VRA = Valor de reposição dos ativos da firma

Devido às dificuldades de se mensurar o valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos da firma, dado o número de empresas estudadas, decidiu-se pelo uso de um modelo alternativo para o cálculo do Q de Tobin. Esta forma alternativa de cálculo do Q de Tobin, conhecida como “Q aproximado” foi proposta por Chung e Pruitt (1994), e de acordo com os autores, em pesquisa realizada em 40 empresas no período de 1978 a 1987, cerca de 96,6% da variabilidade do Q de Tobin é explicado pelo “Q aproximado” ou “Aproximação do Q de Tobin”. Basicamente o Q aproximado difere do Q de Tobin pela utilização de variáveis fornecidas pela contabilidade, exceto a variável “valor de mercado”, o que simplifica a análise e conforme

descrito não interfere de forma significativa nos resultados encontrados. A métrica é detalhada pela fórmula a seguir:

$$Q = \frac{VMA + D}{AT} \quad (4)$$

Onde:

VMA = valor de mercado do total de ações negociadas na Bolsa de Valores.

D = valor contábil das dívidas (Passivo Circulante + Passivo Exigível a longo prazo + Estoques – Ativo Circulante)

AT = ativo total da firma, avaliado pelo seu valor contábil.

Para o cálculo do valor das dívidas têm-se a seguinte fórmula:

$$D = VCDcp - VCRcp + VCest + VCDlp \quad (5)$$

onde:

VCDcp = valor contábil das dívidas de curto prazo;

VCRcp = valor contábil dos recursos atuais da firma;

VCest = valor contábil dos estoques;

VCDlp = valor contábil das dívidas de longo prazo.

Os métodos citados apresentam limitações, visto que são baseados em valores de ações e o mercado acionário pode ser bastante volátil. No entanto, as companhias analisadas serão agrupadas de acordo com o setor em que atuam, o que diminuiria os efeitos desta limitação, já que, as variações de mercado e outras alterações exógenas como taxas de juros, afetam o setor como um todo. Além disso, os dados serão analisados em bases trimestrais, tomando-se, sempre que preciso, médias de valores.

A decisão de escolha desses dois métodos também se faz devido à composição da amostra de pesquisa, que trata de empresas de capital aberto, e baseia-se também na premissa imposta por Stewart (1998), de que todo o excesso em relação ao valor dos ativos na avaliação do mercado corresponde ao capital intelectual, ou seja, ao ativo intangível.

2.5- Desempenho Econômico das Empresas

No ambiente competitivo em que vivemos, como forma de atrair investidores e valorizar a empresa, os gestores buscam estratégias que possibilitem um maior retorno aos acionistas. O uso de métricas relacionadas ao retorno sobre o investimento como forma de se mensurar o desempenho é defendido por autores como Famá e Perez (2004) e Santos, Mussa e Muller (2007).

Pontes (2005, p.26) afirma que:

“Avaliação ou administração de desempenho é um método que visa, continuamente, a estabelecer um contrato com os funcionários referente aos resultados desejados pela organização, acompanhar os desafios propostos, corrigindo os rumos, quando necessário, e avaliar os resultados conseguidos. É o sopro da vida da organização, e sem a sua existência o planejamento ou as estratégias organizacionais não farão o menor sentido.”

Assim, pode-se afirmar que o processo de mensuração do desempenho envolve todo um planejamento estratégico que inclui o acompanhamento dos resultados e a comparação destes com os resultados esperados.

Para Schmidt, Santos e Martins (2006) a mensuração contínua do desempenho faz-se necessária para a sobrevivência das organizações, visto que, os próprios especialistas em medição do desempenho afirmam que se não se pode medir, também não será possível controlar e gerenciar. O mesmo autor destaca a complexidade da medição do desempenho e afirma que a pressão competitiva dos dias atuais é o que reforça e sofisticada os sistemas de medição, medição esta associada à capacidade de maximização do retorno do capital investido.

2.5.1- EVA (Economic Value Added)

Uma métrica muito utilizada na avaliação do desempenho econômico é o EVA (Economic Value Added), ou Valor Econômico Agregado, que começou a ser implementado nas companhias brasileiras em 1995. Segundo Young & Obyrne (2003) o EVA é um indicador do “lucro econômico” das firmas. Os mesmos autores baseiam-se na premissa de que o lucro econômico é um indicador que leva em consideração não só os custos de capital de terceiros, como também, os custos do capital próprio, e por isso afirmam que “a noção de lucro econômico confirma a relação que o EVA tem com a riqueza do acionista”. (YOUNG & OBYRNE, 2003: p. 45)

O EVA, ou Economic Value Added, é uma marca registrada da empresa de consultoria Stern Stewart & Co, que serve como instrumento de medição da criação ou destruição de riqueza, visto que, segundo Stewart (1999), o EVA é o lucro operacional líquido, menos o custo de oportunidade de todo capital empregado. Entende-se por custo de oportunidade o retorno mínimo aceitável dos investimentos, ou seja, é o valor exigido pelos acionistas para determinado investimento. Martins (2001: p. 238) ressalta ainda que o EVA assume papel de destaque devido à sua popularização e “*relativa simplicidade de aplicação*”.

Para Stewart (1999, p. 2) o EVA é a medida de “lucros verdadeiros”, pois retrata “*o lucro operacional após o pagamento de impostos menos o encargo sobre o capital, apropriado tanto para o endividamento quanto para o capital acionário.*” O autor considera o EVA uma ferramenta de grande utilidade para gerência e atribui o uso desta métrica ao sucesso de algumas empresas como Eli Lilly, Monsanto, e Briggs & Stratton.

De forma mais clara e relacionada à apuração quantitativa do indicador, Stewart (1999) e Young e O' Byrne (2003) definem o EVA como sendo a diferença entre o lucro operacional e o custo de todo o capital investido, sendo estes custos alocados de acordo com a parcela que ocupam no patrimônio da empresa.

A partir da definição de Stewart, o EVA pode ser calculado conforme a fórmula seguinte:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Capital) \quad (6)$$

Onde:

NOPAT = Lucro Operacional Líquido depois dos impostos

WACC = Taxa correspondente ao Custo Médio Ponderado de Capital

Capital = Capital investido

Interpretando os valores encontrados no cálculo do EVA, caso este seja positivo, pode-se dizer que a empresa agregou valor, caso contrário, a empresa está perdendo valor, pois sua lucratividade não está sendo o suficiente para cobrir os custos de capital incorridos no processo de produção. Cabe ressaltar que um resultado negativo não significa necessariamente que a empresa está tendo prejuízos, e sim a ocorrência de custos de capital superiores à sua rentabilidade.

Assaf Neto (2005, p. 384) também aprecia o uso desta métrica argumentando que a empresa só agrega valor “*quando for capaz de produzir um retorno operacional maior que o custo de suas fontes de capital*”. Esse excedente de remuneração expressa um acréscimo de riqueza dos proprietários, que promove condições de valorização de mercado da empresa”. Assim, economicamente, para que haja uma melhoria do desempenho, faz-se necessária a obtenção de um retorno operacional superior aos custos de suas fontes.

Em relação aos acionistas, Stewart (1999) defende o uso do EVA como medida de desempenho devido à possibilidade de visualização do valor criado, argumentando que o retorno total não permite uma comparação justa, já que os riscos assumidos em cada investimento são diferentes e, conseqüentemente, também são distintos os retornos exigidos.

Fundamentando a utilização do EVA, também conhecido como VEA (Valor Econômico Agregado), Assaf Neto (2002, p. 174) diz:

“O cálculo do VEA exige o conhecimento do custo total de capital da empresa, o qual é determinado pelo custo de cada fonte de financiamento (própria e de terceiros) ponderado pela participação do respectivo capital no total do investimento realizado (fixo e de giro). Representa, em essência, o custo de oportunidade do capital aplicado por credores e acionistas como forma de compensar o risco assumido no negócio.”

Outro argumento muito utilizado pelos adeptos da utilização do EVA é que o fato da empresa ter resultados positivos não significa que a mesma está criando valor, visto que, analisando somente pela ótica dos dados contábeis, não é possível uma análise dos lucros em contraste com o capital investido e seu respectivo custo.

Como forma alternativa de cálculo do EVA, utiliza-se uma métrica conhecida como Spread de rentabilidade (EVA percentual) ou RROI (*Residual Return on Investment*). Segundo Perez e Famá (2006), trata-se de uma forma relativa e alternativa de cálculo e mensuração do EVA®, e pode ser calculado de acordo com a fórmula:

$$SPREAD = ROI - WACC \quad (7)$$

Onde:

ROI = Retorno sobre o capital investido

WACC = Taxa correspondente ao Custo Médio Ponderado de Capital

O custo médio ponderado de capital torna-se útil na análise de criação de valor para o acionista dado que o custo de capital de uma empresa não é representado somente pela remuneração do capital de terceiros. Para Young & Obyrne (2003) o custo de capital de uma empresa deve levar em consideração o risco da empresa e o retorno exigido pelos investidores para adquirirem ações da empresa. Sendo assim, pode-se dizer que o custo médio ponderado de capital é uma ponderação dos custos de capital próprio e de terceiros de acordo com a representatividade destes itens no balanço patrimonial e pode ser descrito pela fórmula:

$$WACC = CMPC = Ke \left(\frac{PL}{P} \right) + Kd \left(\frac{PC + PELP}{P} \right) \quad (8)$$

Onde:

Ke = Custo do Capital de Terceiros

Kd = Custo do Capital Próprio

PL = Patrimônio Líquido

PC = Passivo Circulante

PELP = Passivo Exigível a Longo Prazo

P = Passivo Total

Cabe ressaltar que uma das limitações deste método seria o fato de que nem todos os componentes do passivo circulante e do passivo exigível a longo prazo resultam em um custo para a empresa, como exemplo disso, pode-se citar o item salários a pagar, que faz parte do Passivo Circulante, no entanto, não ocorre a incidência de despesas financeiras sobre esta conta.

➤ **Custo do Capital Próprio**

De acordo com MARTINS (2001) existem várias formas de cálculo do custo do capital próprio, e dentre elas destaca-se as seguintes métricas: Modelo de Gordon, Capital Asset Pricing Model (CAPM), e Arbitrage Pricing Model (APM).

Nessa pesquisa, para estimar o custo do capital próprio será utilizado o modelo CAPM, (*Capital Asset Pricing Model* ou Modelo de Precificação de Ativos de Capital), que foi desenvolvido por William Sharpe, e que segundo MARTINS (2001: p. 212), trata-se de um modelo que parte do pressuposto de que “a taxa de rendimento requerida pelo investidor é igual ao retorno dos investimentos sem risco acrescido a um prêmio pelo risco”, o que significa que quanto maior for o risco maior será o retorno exigido pelo acionista.

$$k_e = R_f + \beta_j (\bar{R}_m - R_f) \quad (9)$$

Onde:

k_e = custo do capital próprio;

R_f = taxa de retorno livre de risco (medida pelo retorno sobre o Título do Tesouro);

β_j = coeficiente beta da empresa j (mede o grau de oscilação do retorno da empresa j em resposta às mudanças no retorno do mercado);

\bar{R}_m = taxa de retorno do mercado (medido pelo índice Ibovespa)

➤ **Custo do Capital de Terceiros**

O Custo do capital de terceiros pode ser definido como sendo a taxa de remuneração dos credores pela concessão de empréstimos por período de tempo. Esta variável deve ser calculada pela divisão das despesas financeiras pelo valor contábil do passivo oneroso da empresa, que é gerador dessas despesas.

Para Stewart (1999, p.435):

“O custo de capital de terceiros é o mais fácil de ser apurado. Ele é a taxa que uma companhia deveria pagar no mercado corrente para obter novos financiamentos de longo prazo. Sua melhor indicação é a taxa predominante nas negociações dos débitos da empresa no mercado público e aberto. Na inexistência de uma cotação para seus débitos, o custo de capital de terceiros de uma companhia pode ser apurado de forma aproximada pela taxa corrente que está sendo paga na aquisição de débitos de empresas com a mesma avaliação.”

Para Martins (2001), deve-se utilizar as despesas financeiras antes dos tributos para efetuar o cálculo do custo de capital de terceiros, o que pode ser descrito conforme a fórmula:

$$K_d = \frac{K_a}{PC + PELP} \quad (10)$$

Sendo:

K_d = Custo da dívida

K_a = Despesas financeiras antes das tributações

PC = Passivo Circulante

$PELP$ = Passivo Exigível a longo prazo

Já o Retorno sobre o investimento, segundo MARTINS (2001, p. 240) “*representa a razão entre o resultado líquido e o capital total investido*”, sendo que, as variáveis utilizadas neste cálculo

são números expressos pela contabilidade com base apenas no custo histórico, e, com a seguinte fórmula:

$$ROA = \frac{LL}{AT} \quad (11)$$

Onde:

LL = Lucro Líquido

AT = Ativo Total

Ressalta-se que a decisão de utilizar o Spread, ao invés do EVA, deve-se ao fato desta última métrica ser uma medida em valores absolutos, o que influenciaria na análise estatística dos dados, visto que, os intangíveis são avaliados em índices, portanto uma medida percentual como o Spread permitiria uma comparação entre as firmas.

2.5.2- Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Margem Líquida

Outra forma de cálculo do desempenho das firmas, mais focado no desempenho financeiro, é a utilização de índices, que para Matarazzo (2003, p 147) “*é a relação entre contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa*”. O mesmo autor defende o uso das técnicas de análise de balanços como forma de análise de desempenho financeiro das firmas, principalmente no que diz respeito à previsão de insolvência, afirmando ainda que é a conjugação de índices-padrão e de pesos que possibilita uma análise global da empresa. Para Padoveze, (2003, p. 429):

[...] a metodologia clássica para avaliação do desempenho global da empresa é normalmente chamada de análise financeira ou análise de balanço. Através de um conjunto de procedimentos e conceitos aplicados de forma inter-relacionada, obtém-se uma série de indicadores que permite fazer uma avaliação sobre a situação econômica e financeira da empresa e o retorno do investimento.

A utilização de índices financeiros, segundo Matarazzo (2003), também possibilitam um grande número de informações sobre a situação econômica das empresas, visto que proporcionam uma análise objetiva e ao mesmo tempo global das atividades ao fornecerem informações sobre diferentes aspectos da empresa. O mesmo autor ainda defende esta técnica devido à possibilidade de se avaliar os efeitos de alguns eventos sobre a situação financeira das empresas.

O número de índices utilizados depende do nível de profundidade a que se pretende analisar a situação da empresa. Conforme os objetivos do estudo que pretende analisar o desempenho focado na criação de valor para o acionista, decidiu-se pelo uso de métricas relacionadas à rentabilidade. As métricas citadas possibilitam uma análise da relação da lucratividade com os seguintes itens patrimoniais: patrimônio líquido e receita de vendas líquidas.

Assim, como forma de análise do desempenho financeiro faz-se necessário também o uso de índices financeiros, como o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e a Margem Líquida (ML), que apesar de fornecerem informações a partir de um cenário passado, também são úteis à análise de desempenho organizacional quando devidamente combinadas.

O índice de retorno sobre o patrimônio líquido, também chamado de ROE, é uma medida financeira que, segundo Assaf Neto (2002), retrata o retorno obtido pelos proprietários da empresa em relação ao capital investido pelos mesmos. Isso significa que o índice representa a lucratividade obtida para cada unidade monetária de recursos próprios (patrimônio líquido). A relevância deste índice dá-se devido ao seu possível impacto no mercado de capitais, visto que, segundo Grapelli (1998, p. 67):

“O índice do Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE) mede a taxa de retorno para os acionistas. Os analistas de mercado de capitais, tanto quanto os acionistas, estão especialmente interessados nesse índice. Em geral, maior o retorno, mais atrativa é a ação.”

O retorno sobre o patrimônio líquido “*mede o retorno obtido sobre o investimento (ações preferenciais e ordinárias) dos proprietários da empresa*”. (GITMAN, 2002, p. 123). Este índice pode ser calculado como segue:

$$ROE = \frac{LL}{PL} \tag{12}$$

Onde:

LL = Lucro Líquido

PL = Patrimônio Líquido

Como forma de complemento à análise do desempenho utiliza-se também a Margem Líquida. Para Gitman (2002), a Margem Líquida é uma medida bastante citada para análise do

desempenho em termos de comparação da lucratividade com as vendas. Este índice reflete a representatividade dos lucros perante as receitas obtidas nas vendas.

Assim, a Margem Líquida Indica quanto à empresa obtém de lucro para cada unidade monetária de receita de vendas líquida. O cálculo deste índice se dá da seguinte forma:

$$ML = \frac{LL}{RL} \quad (13)$$

Onde:

LL = Lucro Líquido

RL = Receita Líquida

O uso de indicadores para a medição do desempenho permite uma melhor interpretação dos resultados e possibilita a execução de estratégias a curto e longo prazo, no entanto, apesar do dinamismo da métrica exposta, existem as métricas tradicionais de mensuração do desempenho, baseadas exclusivamente em informações contábeis, e que também serão utilizadas no estudo.

Para Matarazzo (2003) a utilização de índices para análise da situação financeira da empresa deve ser feita de acordo com os objetivos dos usuários, e, como forma de justificativa ao uso dos índices citados está a relação dos mesmos com a performance das firmas, visto que, buscam comparar a lucratividade das empresas com receitas, ativo e patrimônio líquido, ou seja, o rendimento dos investimentos.

2.6 – Governança Corporativa

Nas sociedades modernas, onde existe uma segregação da posse e do controle das firmas, e com a possibilidade de conflito de interesses entre os acionistas, gestores e demais interessados na empresa, destaca-se o papel da governança corporativa como fator chave na redução desses

conflitos. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2001) (2001) a define da seguinte forma:

“Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua confiabilidade.”

O Intellect Gerenciamento Financeiro (IGF) apresenta a seguinte definição:

Governança Corporativa pode ser definida como o esforço contínuo em alinhar os objetivos da administração das empresas aos interesses dos acionistas, através da adoção de práticas mais justas. O que proporciona maior liquidez e melhor valorização das ações negociadas no mercado.

Nota-se que ambos os conceitos ressaltam o papel da governança corporativa no relacionamento dos acionistas e investidores com a administração das empresas. No entanto, existe também o papel informacional da governança corporativa, visto que, além da adoção de práticas que alinhem os objetivos da administração e dos investidores, estes últimos buscam níveis cada vez mais altos de evidenciação, o que proporciona maior segurança e confiabilidade nas suas tomadas de decisões.

A busca dos investidores por níveis cada vez maiores de evidenciação é o que vêm motivando estudos sobre a necessidade de aprimoramento do mercado como fator de crescimento econômico. Em junho de 2000, a McKinsey & Co, em parceria com o Banco Mundial conduziu uma pesquisa (“Investors Opinion Survey”) junto a investidores, com o objetivo de detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa. Apurou-se que os investidores pagariam entre 18% e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência, isto, pois, o maior nível de evidenciação das informações permite aos acionistas uma melhor fiscalização do desempenho e a valorização das ações demonstra a importância atribuída pelos mesmos à informação. (IBGC, 2001)

No intuito de incentivar e melhorar a relação com os investidores, em 2000, a BOVESPA criou os “níveis de governança diferenciada”, onde existe um maior comprometimento das empresas

com as chamadas “boas práticas de governança corporativa”, que são basicamente práticas com maiores níveis de transparência e evidenciação. Integram este grupo o Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado, onde as empresas são classificadas de acordo com o volume de informações que se compromete a divulgar. Segundo o IBGC (2001):

“Basicamente, o segmento de Nível 1 caracteriza-se por exigir práticas adicionais de liquidez das ações e *disclosure*. Enquanto o Nível 2 tem por obrigação práticas adicionais relativas aos direitos dos acionistas e Conselho de Administração. O Novo Mercado, por fim, diferencia-se do Nível 2 pela exigência para emissão exclusiva de ações com direito a voto”.

Silveira (2004) defende a idéia de que os mecanismos de governança corporativa afetam o desempenho econômico e financeiro das entidades. Para o autor, os mecanismos de governança visam aumentar a probabilidade de retorno dos investimentos, o que permite aos investidores uma maior segurança na alocação de seus recursos, e, além disso, tais mecanismos possibilitam uma ampliação do acesso ao financiamento, o que viabiliza o crescimento e desenvolvimento econômico das firmas.

Estudos como os de Okimura (2003), Silveira (2004) e Leal e Silva (2004) demonstram uma alta correlação entre o desempenho e o nível de intangíveis com o nível de governança das organizações. De acordo com o estudo de Silveira (2004, p. 197) os resultados indicaram que o desempenho pode influenciar a qualidade de governança, embora a maioria dos estudos procure obter uma relação de causalidade entre o nível de governança e o desempenho. O mesmo autor afirma ainda que a adoção de melhores índices de governança é bem vista pelo mercado e isso se reflete positivamente na valorização da empresa.

Além desses estudos comprovando uma forte correlação entre o nível de governança corporativa com o desempenho e a presença de intangíveis, a disponibilidade das informações, assim como, a possibilidade de comparar as empresas viabiliza e enriquece o estudo realizado. Tais informações são importantes não só para estudos do capital físico e intelectual das empresas como também como auxílio para que gestores, analistas, acionistas, contadores, e outros interessados possam ter subsídios para a identificação e mensuração dos ativos intangíveis, bem como avaliar os efeitos sobre o desempenho econômico.

2.7- Crise Econômica Mundial

Conforme exposto, a pesquisa visa a análise da interferência dos ativos intangíveis no desempenho econômico das firmas, e para tal foram utilizadas métricas baseadas em demonstrativos financeiros e de mercado. No entanto, os dados utilizados foram substancialmente afetados por uma crise econômica mundial em alguns dos períodos em análise, apresentando-se assim a necessidade de contemplação da mesma durante a obtenção dos resultados.

No segundo semestre do ano de 2008 a economia mundial viu-se em decadência devido a uma crise financeira que teve sua origem nos Estados Unidos e se estendeu por todo o mundo, tornando-se conhecida como “Crise Econômica Mundial”, afetando também o mercado de capitais.

Essa crise começou nos EUA em meados de 2007, desencadeada pela inadimplência do mercado imobiliário e pela falta de providências em relação ao seu monitoramento, cujos reflexos, no Brasil, estendem-se até os dias atuais, representado pelo primeiro semestre do ano 2009.

O evento causador da atual crise econômica enfrentada, segundo Fajardo (2009), foi a concessão do empréstimo hipotecado, que segundo o autor trata-se de ações de empréstimos residenciais vendidos a investidores. Basicamente, uma instituição financeira empresta dinheiro para o financiamento de um imóvel em troca de recebimentos mensais, sendo que estes empréstimos são negociados com outras instituições financeiras e transformados em títulos hipotecários ou créditos hipotecários.

Jorion apud Chesnais (2007) ressalta que os norte-americanos, em média, são proprietários de apenas 10% do valor real de suas casas, sendo que os 50% mais pobres possuem apenas 2,8% do patrimônio e o 1% mais rico detentor de 32,7%. Tal situação ocorre devido à desregulamentação acelerada do setor imobiliário nas décadas de 1990 e 2000, permitindo assim o crescimento de empresas independentes de empréstimos hipotecários.

Chesnais (2007) afirma ainda que essas empresas independentes de empréstimos hipotecários, na busca de garantia dos seus contratos, venderam promissórias hipotecárias conhecidas como *sub-*

prime (alto risco) aos *hedge funds* (fundos especulativos de alto risco), sendo que estes eram filiais de grandes bancos de investimento e comerciais estadunidenses e estrangeiros, afetando assim outros setores da economia.

Assim, no começo do ano de 2007, iniciou-se a crise financeira no setor imobiliário dos Estados Unidos. O aumento da inadimplência quanto ao pagamento de créditos hipotecários acarretou na queda das vendas e dos preços dos imóveis, o que deu origem à explosão da “bolha especulativa” do setor imobiliário.

Já em agosto de 2007, a crise imobiliária já havia atingido também o mercado financeiro dos EUA e de alguns países da Europa, cujos bancos eram altamente ligados à negociação de títulos de alto risco do setor, afetando assim a continuidade dos mesmos. Isto, visto que, a inadimplência e a desvalorização dos imóveis impossibilitavam os agentes financeiros de pagarem seus passivos no prazo devido, afetando assim a liquidez do setor financeiro. A crise imobiliária atingiu não só o mercado de capitais dos EUA, como também o do Brasil, resultando em quedas nos valores das ações.

Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI) as previsões para os próximos meses do ano de 2009 são pessimistas, estima-se que a economia mundial enfrentará desacelerações ainda não observadas desde o ano de 2002. No entanto, para o ano de 2009 prevê-se ainda um crescimento de 0,5%, porém, menor que o crescimento do ano de 2008 que foi de 3,5%. Isso colocará a economia mundial numa escala de crescimento inferior ao de todos os anos após a Segunda Guerra Mundial. Em se tratando das transações comerciais, o Banco Mundial prevê a maior queda dos últimos 80 anos, isso devido à falta de crédito originada pela atual crise.

No entanto, diferentemente das previsões para a economia mundial como um todo, no caso do Brasil, o FMI prevê para o Brasil uma desaceleração menos intensa do crescimento de 5,2% no ano de 2008 para 3,5% em 2009.

3 – METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 - Método de Pesquisa

A metodologia de pesquisa refere-se à maneira como a pesquisa será conduzida, desde a coleta dos dados até a análise dos mesmos. Beuren (2004, p.79) agrupa as tipologias de delineamento em três categorias: *“pesquisa quanto aos objetivos, aos procedimentos e à abordagem do problema”*.

Quanto aos objetivos da pesquisa, Beuren (2004, p.80) define que a pesquisa pode ser classificada em pesquisa exploratória, descritiva ou explicativa. O método utilizado neste estudo é o da pesquisa descritiva, que, segundo Andrade (2002, p.20), *“preocupa-se em observar os fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los, interpretá-los, e o pesquisador não interfere neles.”* O mesmo autor defende o uso deste método como forma de estudo dos fenômenos, sem que estes sejam manipulados pelo pesquisador. Sendo assim, comprova-se o uso do estudo descritivo, visto que, trabalha com grupos determinados (conforme suas características próprias), observando, registrando, analisando e correlacionando fenômenos, sem manipulá-los, tentando descobrir suas relações.

Quanto aos procedimentos, Beuren (2004, p. 83), classifica as tipologias de pesquisa em: “estudo de caso, estudo de levantamento, pesquisa bibliográfica, pesquisa documental, pesquisa participante e pesquisa experimental”, argumentando a importância do procedimento “no sentido de articular planos e estruturas a fim de obter respostas para os problemas de estudo”. (BEUREN, 2004, p. 76). Assim, em relação aos procedimentos, pode-se dizer trata-se de uma pesquisa documental, que, segundo Silva e Grigolo (apud Beuren, 2004, p.89):

...vale-se de materiais que ainda não receberam nenhuma análise aprofundada. Esse tipo de pesquisa visa, assim, analisar, selecionar, tratar e interpretar a informação bruta, buscando extrair dela algum sentido e introduzir-lhe algum valor, podendo, desse modo, contribuir com a comunidade científica a fim de que outros possam voltar a desempenhar futuramente o mesmo papel.

Pretende-se realizar o estudo por meio de dados secundários, ou seja, de informações obrigatórias divulgadas na Bolsa de Valores, que receberão o tratamento adequado transformando-se em informações úteis à pesquisa.

Em relação à abordagem do problema, existem dois tipos de pesquisa: a qualitativa e a quantitativa. O estudo é eminentemente quantitativo, que, segundo Chizotti (1998), tem como objetivo a mensuração das relações entre variáveis preestabelecidas mediante a análise da frequência de incidências e de correlações estatísticas. Isso, pois, busca-se uma quantificação da relação entre os ativos intangíveis e o desempenho das empresas por meio de análises de regressão.

3.2 - Técnica Estatística Utilizada

Para a mensuração do impacto dos intangíveis no desempenho operacional das empresas será utilizada a técnica estatística de Análise de Regressão. A metodologia do Modelo de Regressão Linear consiste no “...*estudo da dependência de uma variável: a variável dependente, em relação a uma ou mais variáveis, as variáveis explanatórias*” (Gujarati, 2006, p.13), sendo o índice de intangibilidade a variável independente e o desempenho econômico, a variável dependente, já que, a análise envolve o estudo da relação de dependência do desempenho econômico-financeiro com os ativos intangíveis das empresas em questão.

A técnica estatística possibilitará entender a relação das duas variáveis, no entanto, tal inferência só pode ser feita em conjunto com a teoria, abordada anteriormente, visto que, “*embora a análise de regressão lide com a dependência de uma variável em relação a outras, isso não implica causalção*”. (Gujarati, 2006, p.17). Isto porque duas variáveis podem variar proporcionalmente, e, no entanto, essa relação ser espúria.

Conforme descrito, em uma regressão linear o valor esperado de Y (variável dependente) depende do valor encontrado de X (variável independente ou explanatória). Isto significa que Y varia com X. Assim, a forma funcional da regressão é do tipo: $Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + u_i$, sendo que

β_0 e β_1 são os coeficientes de regressão, também conhecidos como intercepto e coeficiente angular e u_i representa o termo de erro estocástico, termo este que representa todas as variáveis omitidas no modelo e que também afetam o comportamento de Y.

Após a estimativa da regressão, o primeiro passo é a análise do coeficiente de determinação (R^2), que segundo Gujarati (2006) é uma medida da “*qualidade do ajustamento*” e demonstra o percentual de ajuste da equação estimada ao conjunto real de dados. Assim, pode-se afirmar que o coeficiente de determinação mede a proporção da variação em Y que é explicada pela variável independente X.

Num modelo de regressão linear, assume-se que não há colinearidade entre as variáveis explanatórias, ou seja, não existe uma relação exata entre elas. Caso exista essa correlação entre as variáveis independentes, que pode ser verificada através de testes estatísticos, existiria o problema da *multicolinearidade*.

Outra premissa importante dos modelos de regressão linear, segundo Gujarati (2006, p. 313), é de que “*os termos de erro u_i da função de regressão populacional devem ser homocedáticos; isto é, devem ter todos a mesma variância*”. O mesmo autor atribui alguns fatores que possam justificar a variação da variância, dentre elas, que a variância do erro pode estar diminuindo ao longo do tempo, o que é justificado pelo Modelo de Aprendizagem pelo erro, onde o comportamento humano é modificado na medida em que vão cometendo erros. Outros fatores propostos pelo autor seriam: o aperfeiçoamento das técnicas de coleta de dados, a presença de dados discrepantes ou mesmo a omissão de variáveis importantes no modelo. Para detecção de uma possível existência do problema exposto, conhecido como *Heterocedastidade*, recorre-se à aplicação do teste de White.

Há também a premissa de ausência de autocorrelação, ou correlação serial no erro, e caso não ocorra, teria-se o problema da *autocorrelação*, que segundo Wonnacott e Wonnacott (1976, p.128), pode ser definida como uma situação em “*que o erro e_t num tempo t está correlacionado com um ou mais valores (e_{t-1}, e_{t-2}, etc).*” De forma mais simples e considerando a análise empregada no estudo, de séries temporais, para que não exista o problema descrito

qualquer evento que afete o comportamento da variável dependente num determinado período não deve afetar o comportamento da variável dependente no período seguinte. O teste a ser utilizado para averiguar a presença do problema é o teste de *Breusch Godfrey*, que permite distinguir os efeitos de curto e longo prazo em simultâneo.

Por último existe a premissa da correta especificação do modelo, caso contrário ocorreria o problema de *erro de especificação do modelo*, erros estes que segundo Gujarati (2006) podem ser: a omissão de variáveis relevantes; a inclusão de variáveis desnecessárias; adoção de forma funcional errada; erros de medição ou a especificação incorreta do termo de erro estocástico. A detecção do problema pode ser realizada através do teste de *Reset*.

Já o *modelo de tendência linear*, de modo semelhante, permite a identificação de uma regressão linear simples, na qual a variável independente em questão será sempre o tempo. Uma regressão linear simples tem como objetivo usar variáveis independentes para prever uma variável dependente Y_t . Neste caso, o coeficiente da variável independente, o tempo, quantificaria o efeito da variação de uma unidade de tempo na variável dependente em questão, permitindo assim, uma análise da tendência de crescimento, queda, ou estabilidade da variável dependente conforme o valor deste coeficiente. A equação estimada pelo modelo de tendência linear pode ser exemplificada pela equação:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \beta_2 D_t + u_t \quad (14)$$

3.3- Variáveis Empíricas

Este item resume de forma simples as variáveis do estudo, bem como a fonte de obtenção das mesmas no presente estudo.

Quadro 2: Resumo das Variáveis do Estudo

Ativo Circulante	Economática
Ativo Total	Economática
Estoque	Economática
Passivo Circulante	Economática
Passivo Exigível a Longo Prazo	Economática

Patrimônio Líquido	Economática
Receita Operacional Líquida	Economática
Despesas Financeiras	Economática
Lucro Líquido	Economática
Número de ações Ordinárias	Economática
Número de Ações Preferenciais	Economática
Cotações das Ações Ordinárias	Economática
Cotações das Ações Preferenciais	Economática
Índice Ibovespa	BOVESPA
Beta	Economática

Fonte: Elaborado pela autora

3.4- Tratamento dos Dados

Os dados utilizados nesta pesquisa serão obtidos das demonstrações financeiras e das cotações das ações das empresas dos níveis 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa, de fontes secundárias, tais como o site da BOVESPA e da base de dados da Economática.

As informações utilizadas são: balanço patrimonial, demonstração das origens e aplicações dos recursos e demonstração do resultado do exercício. Além destas, é indispensável a análise de informações sobre o mercado, sendo elas: número de ações e os respectivos valores de mercado, e o *beta* de cada empresa analisada.

A amostra conta com 120 empresas, que representam o total de empresas listadas na BOVESPA no ano de 2002 até o ano de 2009 (período analisado), sendo subdivididas em 22,16 e 82, respectivamente no Nível 1, Nível 2 e no Novo Mercado. As empresas que não apresentaram todos os dados necessários à pesquisa foram excluídas da amostra, assim embora a análise descritiva envolva o número de empresas informado, para a análise do impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico foram excluídas 7 companhias do Nível 2 e 50 companhias do Novo Mercado.

Conforme apresentado nos objetivos do estudo, (de mensurar o impacto dos intangíveis no desempenho das organizações), esta análise se dividirá em 4 etapas. A primeira delas envolve o cálculo do valor dos ativos intangíveis a partir das métricas mencionadas, ou seja, baseadas na

capitalização de mercado, visto que, o estudo conta com uma amostra de empresas de capital aberto. Assim, foi realizada uma análise descritiva destes valores, que inclui a média, mediana, valores mínimos e máximos, e o desvio padrão, permitindo inferências quanto à relevância dos ativos intangíveis perante o patrimônio contábil das empresas por meio da quantificação dos mesmos.

A etapa posterior consiste no estudo individual da tendência por meio de regressões lineares simples, tanto dos índices de intangibilidade, como dos índices de desempenho econômico, buscando entender o comportamento dos mesmos ao longo dos anos compreendidos pela pesquisa, possibilitando assim, inferências sobre no futuro.

Cabe ressaltar que a regressão linear simples possui uma variável independente e uma variável dependente. Neste caso, a análise da tendência envolve a mensuração e explicação do comportamento da variável dependente em relação ao tempo, ou seja, o tempo é sempre a variável independente do estudo. Assim, a regressão estimada descreve o relacionamento entre as variáveis: tempo e índices (intangibilidade e desempenho econômico), e possui como equação básica a seguinte expressão:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \beta_2 D_t + u_t \quad (15)$$

Para cada empresa dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, foi estimada uma regressão, onde são denominados os coeficientes β_0 , β_1 e β_2 . O coeficiente β_0 corresponde ao intercepto, ou seja, corresponde ao valor de Y (variável dependente) quando t (variável independente) for igual a 0, representando assim a estimativa do índice de intangibilidade da empresa antes do período de análise.

Já o coeficiente β_1 corresponde à declividade da reta estimada pela regressão linear, e define o aumento ou diminuição da variável dependente por unidade de variação da variável independente, relatando assim o aumento ou a queda dos índices de intangibilidade a cada trimestre.

Isto, pois, os dados para o cálculo do grau de intangibilidade e do “Q” Aproximado foram coletados em bases trimestrais, sendo este o período com o menor intervalo de tempo possível de

obter-se essas informações, por meio do software economática e das demonstrações financeiras divulgadas no site da BOVESPA (www.bovespa.com.br).

O coeficiente β_2 , ou seja, a variável *dummy*, foi utilizado no intuito de absorver os impactos da crise econômica mundial que, teoricamente, afetou o mercado de capitais conforme mencionado anteriormente, assim: $D_t = 0$ nos trimestres não afetados por esta e $D_t = 1$ para os trimestres em que a crise afeta o mercado de capitais.

Em relação aos possíveis problemas de uma regressão linear com apenas uma variável independente, encontram-se a heterocedastidade e a autocorrelação. Para tanto, na estimação das regressões utilizou-se o mecanismo de correção de erro de Newey-West, para corrigir a possível presença de heterocedastidade e autocorrelação, visando-se assim a consistência do modelo, ressaltando-se que esta técnica não altera os resultados dos coeficientes, mas ajusta os erros padrão e conseqüentemente as estatísticas t. Os resultados foram gerados por meio do software Eviews a partir dos valores dos índices de intangibilidade e desempenho econômico em função do tempo.

A terceira etapa, que visa atender ao objetivo principal da pesquisa, que é quantificar os impactos dos ativos intangíveis no desempenho econômico, é realizada por meio de uma equação de regressão para cada empresa dos níveis de governança corporativa. Procura-se com isso identificar a significância das relações em cada segmento do Novo Mercado. No entanto, para cada regressão estimada utiliza-se apenas um índice de desempenho e um índice de intangibilidade, obtendo-se assim na estimação de 6 regressões para cada companhia em estudo, descritas a seguir:

$$\text{Regressão 1: } EVA_t = \beta_0 + \beta_1 GI_t + \beta_2 D_t + u_t \quad (16)$$

$$\text{Regressão 2: } EVA_t = \beta_0 + \beta_1 Q_t + \beta_2 D_t + u_t \quad (17)$$

$$\text{Regressão 3: } ROE_t = \beta_0 + \beta_1 GI_t + \beta_2 D_t + u_t \quad (18)$$

$$\text{Regressão 4: } ROE_t = \beta_0 + \beta_1 Q_t + \beta_2 D_t + u_t \quad (19)$$

$$\text{Regressão 5: } ML_t = \beta_0 + \beta_1 GI_t + \beta_2 D_t + u_t \quad (20)$$

$$\text{Regressão 6: } ML_t = \beta_0 + \beta_1 Q_t + \beta_2 D_t + u_t \quad (21)$$

Esta análise envolve a mensuração dos impactos dos intangíveis no desempenho das empresas, que serão segmentadas de acordo com o nível de Governança Corporativa e de acordo com o setor de atividades em que atuam, sendo eles: Bens industriais, Construção e Transporte, Consumo Cíclico, Consumo não cíclico, Financeiro, Materiais básicos, Petróleo e Biocombustíveis, Tecnologia da Informação, Telecomunicação e Utilidade Pública. Tal segmentação ocorre devido à existência de características intrínsecas dos setores que possam influenciar a análise dos índices de intangibilidade e de seus desempenhos econômico e financeiro.

Além disso, finalmente será feita uma comparação dos resultados obtidos das empresas do Novo Mercado com uma amostra representativa das empresas do “Mercado Tradicional” da BOVESPA, de forma a identificar as diferenças nas relações entre os índices de intangibilidade e o desempenho econômico das mesmas.

Por meio desta análise espera-se responder à questão principal, além de analisar as diferenças de acordo com os grupos segmentados, respondendo também, se existem diferenças estatisticamente significativas do impacto dos intangíveis no desempenho econômico das empresas, considerando as diversas segmentações apresentadas.

4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentadas as análises dos resultados do estudo, demonstrando a forma de obtenção das respostas para cada um dos objetivos específicos. Assim, a pesquisa se divide em 4 partes, sendo que a primeira corresponde à análise da relevância dos ativos intangíveis nas firmas, por meio do cálculo de sua representatividade diante dos ativos tangíveis. A segunda etapa diz respeito à análise da tendência dos índices de intangibilidade e de desempenho econômico no período que se estende desde o último trimestre de 2001 até o primeiro trimestre de 2009. Já a terceira etapa, que engloba o terceiro e quarto objetivo específico do estudo, consiste na verificação e na quantificação dos efeitos dos ativos intangíveis no desempenho econômico das companhias do Novo Mercado de Governança Corporativa, segmentando-as por nível de governança corporativa e por setor. Por último, foi realizada uma comparação das relações mencionadas entre as companhias do Novo Mercado de Governança Corporativa e do Mercado Tradicional.

4.1- Análise Descritiva dos Índices de Intangibilidade

➤ Grau de Intangibilidade

Para a análise da composição do patrimônio das empresas quanto ao aspecto tangível-intangível, foi realizada a análise descritiva dos valores encontrados para os índices “Q” aproximado e Grau de Intangibilidade.

A partir de técnicas de análise de estatística descritiva, obteve-se a média, a mediana, os valores mínimos e máximos, e o desvio padrão dos índices de cada empresa no período que se estende desde o último trimestre de 2001 até o primeiro trimestre de 2009, totalizando assim 30 observações, ressaltando-se ainda que, algumas companhias não apresentaram dados em todos os períodos de estudo. Os dados apresentados na Tabela 3 fornecem informações sobre o índice de

intangibilidade das empresas da amostra, calculados a partir de informações contábeis e dos valores de mercado segundo as negociações de ações na BOVESPA.

Tabela 1: Análise Descritiva do Grau de Intangibilidade das Empresas do Nível 1

EMPRESAS	MÉDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
BRASIL TELECOM	1,5446	1,2704	0,8056	3,0238	0,7332
CTEEP	0,8638	0,9237	0,2142	1,8401	0,5176
ULTRAPAR	1,6825	1,5830	1,1056	2,8562	0,4336
BRADESPAR	2,0072	1,8445	0,6876	4,6724	1,1203
SADIA	2,2304	1,7975	0,5826	14,2500	2,5046
ARACRUZ	2,6659	2,5272	1,5061	7,6287	1,0450
BRASKEM	1,1643	1,0796	0,3619	2,5640	0,5810
ELETRORBRAS	0,3004	0,3322	0,1163	0,4155	0,0782
CESP	0,3915	0,1681	0,0784	1,2834	0,3624
CEMIG	1,3949	1,4292	0,5816	2,3877	0,5397
COPEL	0,7618	0,7765	0,3909	1,2932	0,2572
DURATEX	1,6682	1,3258	0,5294	4,8471	1,1547
GERDAU	1,7824	1,9221	0,8202	3,0250	0,6384
KLABIN	1,7986	1,8400	0,6702	3,7413	0,6808
GERDAU MET	1,3609	1,4551	0,5304	2,6016	0,5619
PARANAPANEMA	18,9872	-2,1718	-107,4474	329,7436	82,8611
RANDON	2,6000	2,7268	0,8063	4,6044	1,1770
ALPARGATAS	1,5300	1,0948	0,4788	3,6815	1,0305
SUZANO	1,2859	1,2046	0,7660	2,1124	0,3778
UNIPAR	1,2223	1,1536	0,5585	2,1803	0,4391
USIMINAS	1,4191	1,4298	0,3744	2,8073	0,7053
VALE S.A.	3,3372	3,5140	1,4193	4,8643	1,0179
MÉDIA	2,3625	1,3283	18,4738	-4,2756	4,4921

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Em relação à média do grau de intangibilidade das empresas listadas no Nível 1, pode-se afirmar que existe uma predominância de valores de mercado superiores aos respectivos valores contábeis, visto que, em média, apenas 4 companhias apresentaram índices abaixo de 1. O que excede o valor 1 teoricamente demonstra a representatividade dos ativos intangíveis perante os ativos tangíveis, e conforme o quadro elaborado a partir dos dados coletados, 6 empresas apresentaram a média do índice maior que 2, o que resulta em um valor de intangíveis maior que o valor dos ativos relatados pela contabilidade.

A partir da análise do desvio padrão, a empresa Paranapanema assume um papel de destaque, o que pode ser explicado pela discrepância de valores do grau de intangibilidade ao longo dos períodos, observadas também através dos valores mínimos e máximos. O valor máximo do índice (329,74) e o valor mínimo (-107,44) neste caso são explicados pela volatilidade do patrimônio líquido da empresa, onde se observou baixos valores e até mesmo valores negativos em alguns

períodos. Pode-se observar também que os desvios padrão do índice apresentaram-se menos acentuados nas companhias com o grau de intangibilidade abaixo de 1.

Já a mediana é uma medida de localização do centro das observações, visto que divide a amostra ao meio, ou seja, metade dos valores encontram-se abaixo e a outra metade acima do valor da mediana. Siegel (1977, p. 27)) define ainda que “*a estatística mais adequada para a descrição da tendência central dos valores de uma escala ordinal é a mediana, pois a mediana não é afetada por modificações de quaisquer valores abaixo ou acima dela, desde que o número de valores acima e abaixo permaneça o mesmo*”. Assim, com exceção da empresa citada (Paranapanema), observa-se uma proximidade de valores das médias com os valores das medianas das amostras.

Tabela 2: Análise Descritiva do Grau de Intangibilidade das Empresas do Nível 2

EMPRESAS	MÉDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
ALL AMERICA	4,4586	4,3513	2,6252	6,8720	1,3121
SANTOS BRASIL	2,1055	2,3604	0,7248	3,2364	1,1496
ANHANGUERA	4,2895	4,7885	1,3855	7,9044	2,3157
GOL	4,9018	5,3613	0,9030	8,5959	2,3848
UOL	2,4083	2,3033	1,0383	5,4018	1,2103
TERNA	1,6560	1,6941	1,2773	1,9701	0,2526
KROTON	1,5915	1,5635	0,6180	2,8946	0,8305
MULTIPLAN - SEB	1,4041	1,5042	0,9403	1,8339	0,3183
SUL AMERICA	1,0148	0,9680	0,6555	1,4464	0,3180
CELESC	0,8505	0,9037	0,3907	1,1495	0,2435
ELETROPAULO	1,3455	1,4141	0,3928	2,1906	0,5162
MARCOPOLO	1,6337	1,4471	1,0098	2,9030	0,5174
NET	2,8819	4,9481	-26,4197	19,4189	8,6061
SARAIVA	2,4093	2,2868	1,2270	3,3592	0,5657
TAM	5,5526	5,4642	0,7242	10,8240	2,3578
MÉDIA	1,1345	1,0750	2,2559	0,3111	0,6185

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

No Nível 2 apenas uma empresa de um total de 16 observações, apresentou a média do índice menor do que 1. Diferentemente do Nível 1, nota-se valores médios mais altos, comprovando a teoria de que quanto maior o nível de evidenciação, maior será o valor de mercado e conseqüentemente, a presença de ativos intangíveis. Assim como para a empresa Paranapanema (Nível 1), na empresa Net observou-se maior discrepância dos índices, dados seus valores mínimos e máximos (-26.42 e 19.42), que são também justificados pela ocorrência de valores negativos para o patrimônio líquido, ressaltando-se que tal situação é caracterizada pela existência de um passivo a descoberto.

Conforme a análise descritiva, 5 companhias apresentaram uma média do grau de intangibilidade maior do que 4, o que, segundo a teoria de Lev (2001), de que se o mercado avalia a companhia além do seu valor contábil, deve atribuir-se essa diferença aos ativos intangíveis, demonstra que nestas empresas os ativos intangíveis correspondem a mais de 75% do valor de mercado.

Na última linha da tabela foi definida a média das médias do índice, o que diminuiu quando se tem como objeto de estudo as companhias do nível 2, no entanto tal ocorrência pode ser justificada pela forma desigual como são distribuídos os valores médios no Nível 1.

Tabela 3: Análise Descritiva do Grau de Intangibilidade das Empresas do Novo Mercado

EMPRESAS	MÉDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
TRACTEBEL	2,7575	2,5238	0,7620	4,9358	1,4256
IDEIASNET	3,1953	2,9849	0,4536	10,1669	2,4199
SAO CARLOS	1,2588	0,8092	0,4041	4,5262	0,9456
CPFL	2,7778	2,8516	1,9171	3,8213	0,5425
CCR	5,5079	5,4282	1,2189	17,7471	3,3168
TPI - TRIUNFO	0,8967	0,9467	0,1971	2,1117	0,6554
DASA	5,0952	5,0343	2,6945	8,7675	1,6310
NATURA	13,3831	12,5420	9,3075	20,1226	3,0009
GRENDENE	2,0310	1,9259	0,8367	4,2724	0,7727
COSAN	3,3259	3,0079	0,9997	6,8665	1,9526
EDP	1,2155	1,2341	0,8833	1,6558	0,2015
LIGHT	0,7776	1,6093	-24,0899	5,8275	6,3602
LOCALIZA	6,1958	6,0736	2,6098	11,3852	2,7853
OBRASCON	2,5104	2,5081	1,0639	3,6606	0,8413
RENAR	1,2720	1,0453	0,5132	2,9241	0,6858
ABYARA	3,8448	3,9204	0,3361	8,3700	2,7517
BANKNOTE	3,1448	3,0855	1,4555	4,6465	1,0790
BRASCAN	1,5759	1,5158	0,3952	3,1206	0,9379
ECODIESEL	2,6942	2,6275	0,7264	4,6539	1,4740
BRASILAGRO	1,0504	1,0706	0,5913	1,2950	0,2392
COPASA	0,7885	0,8218	0,5677	1,0209	0,2045
CREMER	1,5034	1,4287	0,7413	2,4562	0,6141
CSU	2,9919	2,8002	0,8763	4,8768	1,5610
EMBRAER	2,9018	3,0191	0,9456	4,5153	0,7875
EQUATORIAL	1,4174	1,4886	0,9613	1,7056	0,2690
GVT	2,3220	2,4031	1,8161	2,9263	0,4292
KLABIN SEGALL	1,6385	1,8048	0,2246	2,7591	0,9420
LPS	72,8641	52,4092	6,9124	250,6580	73,4257
LUPATECH	7,5563	6,8315	4,0170	11,0858	2,4831
M.DIAS	2,6751	2,7667	1,5888	3,7223	0,7422
MEDIAL	2,5730	3,0042	0,6909	4,2103	1,1539
MMX	13,4920	11,8036	0,6994	29,0830	10,7206
ODONTOPREV	4,2970	4,3136	2,2393	6,5922	1,5013
OGX	2,5951	2,1611	1,3811	4,6773	1,4576
POSITIVO	1,1502	1,1502	1,0457	1,2547	0,1477
TOTVS S.A.	3,4394	3,6116	2,3542	4,6148	0,7757
PROFARMA	2,0887	2,4882	0,3487	3,0754	1,0752
GUARANI	0,9625	1,3561	0,3501	1,4938	0,6090

AGRA	1,6403	1,5910	0,3662	2,8261	0,9216
AMIL	3,2783	3,2645	1,8275	4,9675	1,1841
B2W	20,0570	23,0433	10,2675	26,2635	6,6189
BEMATECH	1,4362	1,0876	0,7832	2,9739	0,8435
BR MALLS	1,8335	1,4905	0,8906	3,2318	0,8324
BR BROKERS.	3,8119	4,1686	0,4912	6,9960	2,9006
PROVIDENCIA	1,2041	0,9747	0,4529	2,7338	0,8094
TENDA	1,3260	1,2351	0,3231	2,3985	0,9506
CR2	1,3991	1,0835	0,3825	3,2237	1,0022
CYRELA	2,3363	1,6928	0,6632	5,3282	1,5660
ESTACIO	2,8002	2,4508	1,7668	4,4453	0,9586
EVEN	2,8610	2,1217	0,5615	8,4438	2,4871
EZ TEC	1,2024	0,8508	0,4242	2,5155	0,8657
HERINGER	1,5932	1,9705	0,7147	2,7066	0,7428
GENERAL SHOPPING	1,0369	1,6680	0,2913	2,2938	0,8059
HELBOR	0,6188	0,9155	0,3995	1,7914	0,6752
IGUATEMI	1,7014	1,8868	0,8923	2,6354	0,6549
INPAR	1,3297	1,0882	0,1647	2,5602	1,0648
INVEST TUR	0,8058	0,8181	0,5711	1,0240	0,1484
JBS	2,2129	2,1163	1,1282	4,8131	1,3963
JHSF	2,5149	3,1284	0,7343	6,5286	2,1261
LOG-IN	1,2538	1,5658	0,7189	2,7480	0,7378
MARFRIG	1,7845	2,6133	0,7342	3,1456	0,9909
MARISA	0,9220	1,3623	0,9870	2,5845	0,6100
METALFRIO	1,8459	2,3891	0,6262	3,4958	1,0287
MINERVA	1,1151	1,0966	0,4106	2,6032	0,7846
MPX	1,7240	1,9916	0,4563	3,7978	1,5255
MRV	1,7069	2,9635	0,8575	3,7478	1,1596
PDG REALTY	1,9929	2,1455	1,1026	4,0146	1,0180
REDECARD	20,7774	24,6189	18,1483	45,3424	10,4670
RODOBENS	1,4240	1,8791	0,6348	2,4689	0,6269
SAO MARTINHO	1,2884	1,4059	0,6704	1,8092	0,3802
SATIPEL	1,3363	2,1038	0,7852	3,2059	0,9294
SLC	2,3607	2,6873	1,5946	5,7131	1,3801
SPRINGS	0,4398	0,7160	0,2455	1,0758	0,3425
TECNISA	1,3923	1,4645	0,6196	2,3361	0,7201
TEGMA	2,4844	2,9361	0,9178	4,9966	1,5957
TEMPO	1,3554	1,8554	1,1318	2,6014	0,6276
TRISUL	0,7272	0,8651	0,3562	1,9140	0,6365
BMF	0,5580	0,7224	0,6203	0,8892	0,1357
HYPERMARCAS	1,1026	1,5347	1,2346	2,3118	0,4777
LE LIS BLANC	0,6324	1,3011	1,1015	1,3917	0,1485
LLX	0,6471	1,3281	1,2244	1,3304	0,0606
MAGNESITA	1,9121	1,0443	0,5231	2,8310	1,0495
MÉDIA	3,6531	3,5322	1,1077	8,2764	2,3143

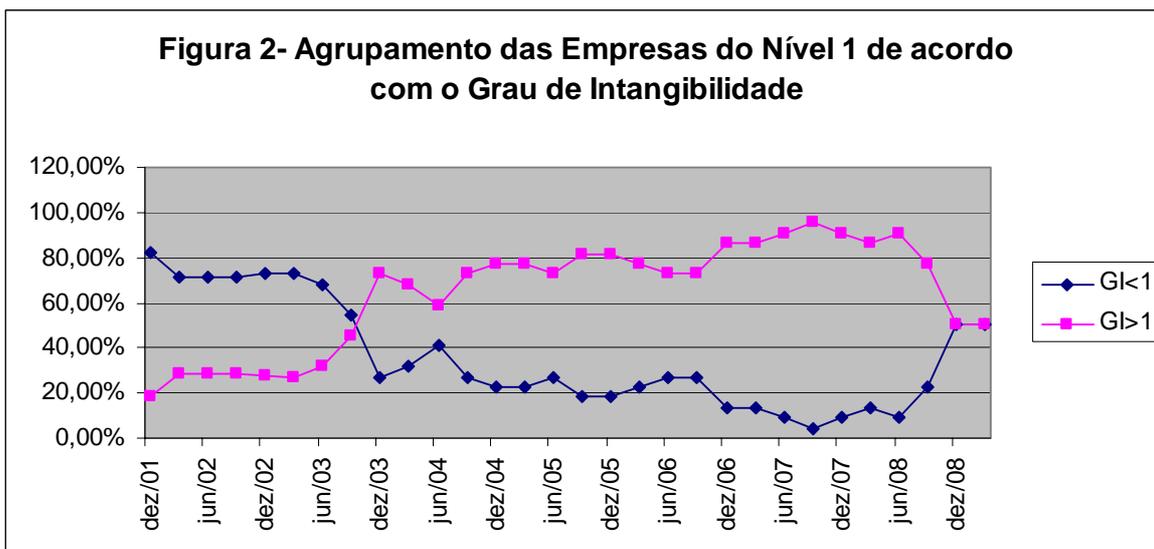
Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Já no Novo Mercado, a incidência de observações demasiadamente distantes do restante da amostra, o que é habitualmente chamado de *outlier*, se torna mais comum, conforme as médias das companhias: B2W (20,06), LPS (72,86), MMX (13,49), Natura (13,38), e Redecard (20,78).

Proporcionalmente ao tamanho da amostra, o número de empresas que apresentaram uma média abaixo de 1, diminuiu, no entanto a maior presença de dados discrepantes fez com que a média das médias do grau de intangibilidade das companhias aumentasse.

Em relação aos valores máximos e mínimos, e associando-se os mesmos à crise econômica mundial, observou-se que na amostra em questão (composta por 82 empresas), 70 empresas (cerca de 85% da amostra) apresentaram os menores índices de grau de intangibilidade durante os 3 últimos períodos analisados, que correspondem ao período em que a crise imobiliária começou a afetar o mercado de capitais.

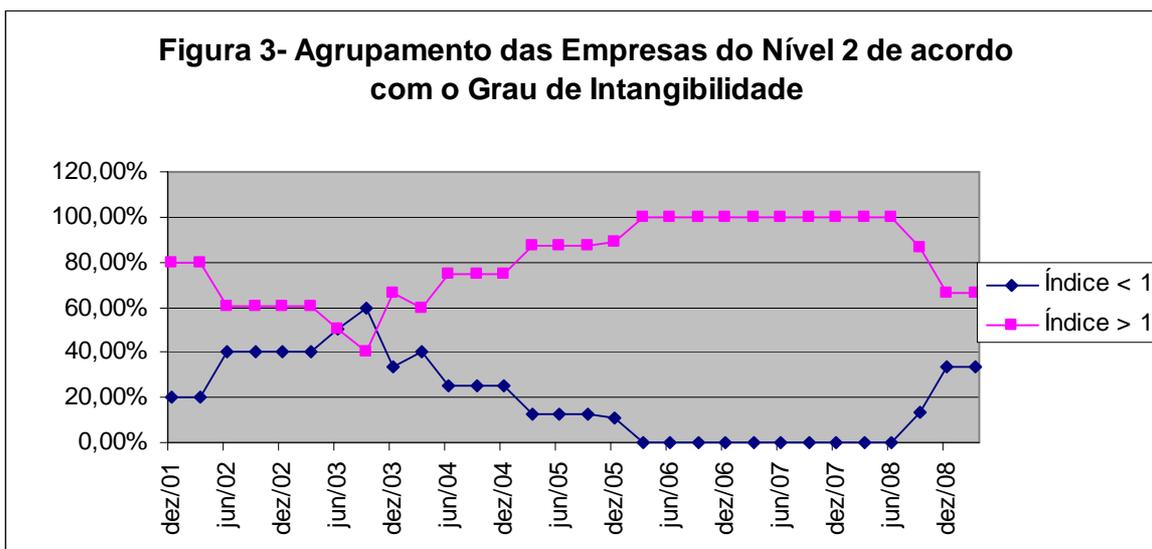
Continuando a análise possibilitada pelos dados coletados trimestralmente ao longo do período de dezembro de 2001 até março de 2009, o quadro a seguir agrupou as empresas de acordo com os valores encontrados para o grau de intangibilidade.



Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O gráfico possibilita uma análise da representatividade dos ativos intangíveis diante do patrimônio contábil das empresas. Interpretando os resultados, nota-se inicialmente uma discrepância entre o número de companhias com um grau de intangibilidade menor que um e as com índice maior que 1. Em dezembro de 2001, cerca de 80% das empresas apresentavam um índice menor que 1, não sendo possível assim detectar a presença de intangíveis com a métrica utilizada. No entanto, é visível pela figura que o número de empresas com um índice maior que 1

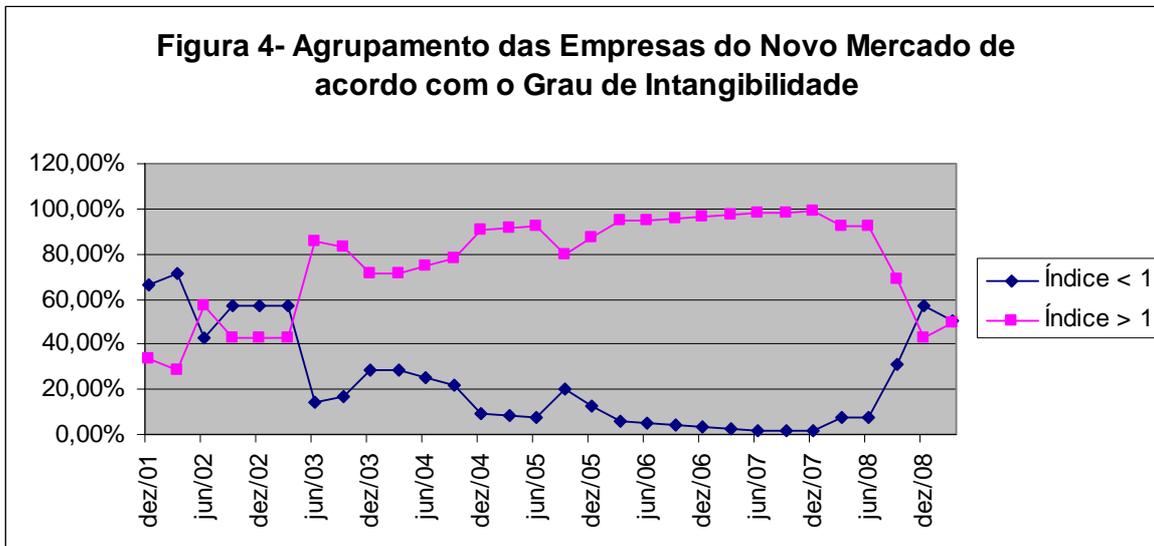
crece ao longo dos períodos, superando o número de empresas com o índice menor que 1 em dezembro de 2003. Este comportamento se repete pelos trimestres subseqüentes, sendo que em dezembro de 2008, período de crise econômica mundial, o número de companhias sub e superavaliadas pelo mercado se iguala.



Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

No Nível 2, conforme o gráfico 2, inicialmente a maioria das empresas observadas apresentaram um grau de intangibilidade acima de 1, relatando assim a presença de ativos intangíveis. O terceiro trimestre de 2003 foi o único período em que o número de empresas com índices abaixo de 1 superou o número de empresas com índices acima de 1, sendo ainda que, este número diminuiu e no primeiro trimestre de 2006 todas as empresas do estudo apresentavam um índice superior a 1, sendo possível assim detectar a presença de ativos intangíveis em sua totalidade, demonstrando assim a relevância dos mesmos.

Também pôde-se detectar por meio do gráfico que a crise econômica afetou o índice em questão, visto que no terceiro trimestre do ano de 2008 houve um aumento no número de empresas com índice menor que 1, sendo ainda que, este aumento estendeu-se pelos 2 trimestres seguintes em estudo.



Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

No Novo Mercado, inicialmente o número de companhias com índice < 1 superava as de índice >1, situação esta que foi invertida no segundo trimestre de 2003, permanecendo assim até o último trimestre de 2008, onde foi possível detectar o impacto negativo da crise econômica no valor de mercado das companhias.

➤ O “Q” Aproximado

Analisando-se o “Q” Aproximado trimestralmente para o período de dezembro de 2001 a março de 2009, cuja fórmula de cálculo também envolve o valor de mercado das empresas, os resultados apresentados nos 3 níveis de Governança Corporativa do Novo Mercado foram menores que os resultados encontrados para o Grau de Intangibilidade, conforme as tabelas 6,7 e 8, que seguem.

Mesmo em se tratando de métricas baseadas na capitalização de mercado, a variabilidade negativa dos índices pode ser explicada pelas diferenças nas fórmulas utilizadas para o cálculo do “Q” Aproximado e para o Grau de Intangibilidade, visto que, enquanto esta última faz referência ao valor de mercado perante o patrimônio líquido, a primeira métrica envolve a subtração e a adição de uma série de variáveis.

Tabela 4: Análise Descritiva do “Q” Aproximado das Empresas do Nível 1

EMPRESAS	MÉDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
BRASIL TELECOM	0,8926	0,8038	0,6363	1,3824	0,2264
CTEEP	0,7224	0,7295	0,2025	1,4983	0,4249
ULTRAPAR	0,8527	0,8703	0,3212	1,4207	0,2865
BRADSPAR	1,9123	1,7138	0,7152	4,5279	1,0545
SADIA	0,7832	0,7724	0,4911	1,1535	0,1781
ARACRUZ	1,3952	1,3801	0,8926	1,8109	0,2485
BRASKEM	0,7794	0,7707	0,5482	1,1648	0,1196
ELETRORBRAS	0,3575	0,3495	0,2346	0,4810	0,0663
CESP	0,7254	0,6790	0,5393	1,0836	0,1273
CEMIG	0,9001	0,8906	0,6960	1,1606	0,1305
COPEL	0,6703	0,6563	0,5330	0,9261	0,1068
DURATEX	1,0829	0,9176	0,4499	2,8881	0,6232
GERDAU	0,9145	0,9020	0,6168	1,4021	0,2015
KLABIN	0,9305	0,8632	0,7217	1,5744	0,1992
GERDAU MET	0,5390	0,5360	0,3961	0,7916	0,0941
PARANAPANEMA	1,0827	1,0429	0,3451	1,6569	0,3136
RANDON	0,9002	0,8681	0,3875	1,5753	0,3630
ALPARGATAS	0,9192	0,5572	0,3007	2,3913	0,6720
SUZANO	0,8346	0,7943	0,5201	1,2326	0,1876
UNIPAR	0,8333	0,8254	0,4117	1,2668	0,2069
USIMINAS	1,0251	0,9501	0,6733	1,6965	0,3009
VALE S.A.	1,8997	1,9084	0,9349	2,5449	0,4691
MÉDIA	0,9524	0,8992	0,5258	1,6196	0,3000

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Assim, tem-se como resultados uma média menor que 1 do “Q” Aproximado em 16 das 22 observações, o que permite afirmar que 72% das empresas analisadas apresentaram em média uma patrimônio contábil subavaliado, ou seja, um valor de mercado abaixo do valor de seus ativos físicos e a ausência de ativos intangíveis.

Outro aspecto a ser considerado é a aproximação de valores da mediana com a média dos índices, demonstrando pouca volatilidade dos índices, o que é comprovado ainda pelo baixo desvio padrão em torno da média e pela ausência de dados discrepantes entre os valores mínimos e máximos. Assim, o índice em questão assume maior estabilidade que o índice anteriormente analisado.

Ainda em relação aos valores mínimos e máximos assumidos pelo índice, ressalta-se que apenas 3 empresas tiveram seus menores índices no período de crise econômica, sendo elas Paranapanema (março de 2009), Usiminas e Vale do Rio Doce (dezembro de 2008), enquanto a Brasil Telecom atingiu seu índice máximo em março de 2009.

Tabela 5: Análise Descritiva do “Q” Aproximado das Empresas do Nível 2

EMPRESAS	MÉDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
ALL AMERICA	1,3314	1,4595	0,4856	2,3908	0,6265
SANTOS BRASIL	1,7044	1,9304	0,6516	2,5513	0,8696
ANHANGUERA	0,4125	-0,8626	-0,9904	5,4608	1,9923
GOL	2,5375	2,8944	-0,2889	5,4052	1,6393
UOL	1,2100	1,3077	-0,0306	3,1794	0,8545
TERNA	1,0631	1,0979	0,5016	1,3583	0,2831
KROTON	0,8300	0,6418	0,1142	1,8809	0,6109
MULTIPLAN - SEB	0,9017	1,0702	0,1135	1,4280	0,4779
SUL AMERICA	1,3331	1,0852	0,2626	2,4663	0,8919
CELESC	0,3759	0,3300	0,3006	0,5089	0,0799
ELETROPAULO	0,6268	0,6294	0,4533	0,7105	0,0567
MARCOPOLO	0,8049	0,8157	0,6421	0,9392	0,0761
NET	0,5982	0,5378	0,4115	0,9690	0,1609
NET	1,7727	1,6793	0,9317	2,8341	0,5362
SARAIVA	1,3567	1,3341	0,7410	1,9097	0,2677
TAM	1,2932	1,2486	0,6787	2,1028	0,4724
MÉDIA	1,1345	1,0750	0,3111	2,2559	0,6185

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O Nível 2, assim como na análise do grau de intangibilidade, apresentou um valor médio do “Q” Aproximado maior, quando comparado ao Nível 1, sendo a média do índice menor do que 1 em 43,75% das observações. Em relação à proximidade de valores da média e da mediana, pode-se dizer que ocorrem maiores diferenças entre as duas em conjunto com maiores discrepâncias entre os valores mínimos e máximos e maior desvio padrão, conforme observado na empresa Anhanguera.

Em relação à crise econômica, apenas a empresa Santos Brasil obteve seu pior índice em dezembro de 2008, no entanto nenhuma obteve o seu índice máximo neste período.

Tabela 6: Análise Descritiva do “Q” Aproximado das Empresas do Novo Mercado

EMPRESAS	MÉDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
TRACTEBEL	1,6592	1,6523	0,6895	2,6345	0,6804
IDEIASNET	2,0631	1,7061	0,4603	4,4746	1,2459
SAO CARLOS	0,5577	0,1749	-0,2615	2,4278	0,7196
CPFL	1,3360	1,3514	0,9996	1,6426	0,1891
CCR	2,1759	2,1849	0,9195	4,0857	0,9006
TPI - TRIUNFO	0,8915	0,9147	0,5868	1,4131	0,2820
DASA	2,4102	2,4190	0,9824	4,1780	0,9164
NATURA	5,9633	5,7639	3,8221	9,3606	1,6061
GRENDENE	0,9756	0,9348	0,0559	2,5914	0,5730
COSAN	1,4027	1,4315	0,5811	2,1158	0,4595
EDP	0,7502	0,7739	0,5775	0,9175	0,0922
LIGHT	0,8780	0,8616	0,6161	1,1059	0,1254
LOCALIZA	2,3029	2,4458	0,8733	3,5929	0,8835

OBRASCON	1,5441	1,7087	0,9406	1,9580	0,3792
RENAR	0,9445	0,7484	0,5397	1,9303	0,3987
ABYARA	1,6394	1,5904	0,6408	3,0306	0,7970
BANKNOTE	2,0014	2,0609	0,7980	3,1560	0,8160
BRASCAN	1,0923	0,9812	0,5380	1,8641	0,4835
ECODIESEL	1,8763	1,6432	0,8193	3,3790	0,9699
BRASILAGRO	0,4197	0,4171	0,1214	0,7269	0,1707
COPASA	0,6561	0,6678	0,5351	0,7822	0,1130
CREMER	0,8010	0,7168	0,1674	1,6148	0,5163
CSU	1,7949	1,5553	0,6899	3,0352	0,8970
EMBRAER	1,1579	1,1870	0,6736	1,5494	0,2174
EQUATORIAL	0,6928	0,7087	0,5106	0,8475	0,1095
GVT	1,4779	1,5515	1,1194	1,8277	0,2867
KLABIN SEGALL	1,0394	0,9490	0,4401	1,7628	0,5059
LPS	12,3902	3,2546	1,3828	44,1855	15,2786
LUPATECH	2,4796	2,6731	1,1716	3,6596	0,7706
M.DIAS	1,6157	1,6379	1,1244	2,1992	0,4047
MEDIAL	1,4880	1,7158	0,4649	2,4494	0,6243
MMX	3,0256	2,9946	1,1897	8,1976	1,9623
ODONTOPREV	2,7624	2,7892	1,2411	4,5026	1,1489
OGX	1,7115	1,2975	0,5763	3,6748	1,3719
POSITIVO	0,5777	0,5777	0,4941	0,6614	0,1183
TOTVS S.A.	2,4236	2,6847	1,3345	3,6354	0,8048
PROFARMA	0,9301	1,1175	0,0420	1,5133	0,5583
GUARANI	0,9087	1,0266	0,5185	1,1739	0,2723
AGRA	0,9198	0,9172	0,3449	1,4597	0,4204
AMIL	1,5573	1,5291	0,8108	2,4996	0,6373
B2W	3,5839	3,6490	1,3107	8,0037	2,3119
BEMATECH	0,7790	0,5177	0,2986	1,8314	0,5694
BR MALLS	1,2428	0,9461	0,6717	2,3575	0,5791
BR BROKERS.	2,6502	2,7369	0,3161	5,4942	2,1192
PROVIDENCIA	0,7016	0,5681	0,3621	1,4316	0,3805
TENDA	0,9506	0,9207	0,3085	1,7078	0,6098
CR2	0,8763	0,5639	0,2856	2,2500	0,6812
CYRELA	1,3142	0,9541	0,4209	3,1312	0,8752
ESTACIO	1,6068	1,3598	0,8634	2,6713	0,6322
EVEN	1,3652	1,1185	0,2532	2,5018	0,9660
EZ TEC	0,7258	0,4911	0,1401	1,6781	0,6219
HERINGER	0,6815	0,7369	0,0779	1,1523	0,3805
GENERAL SHOPPING	0,9466	0,8336	0,5089	1,6751	0,3973
HELBOR	0,4780	0,4352	-0,0154	0,8753	0,2614
IGUATEMI	1,0942	1,1055	0,7110	1,5468	0,3113
INPAR	0,9285	0,8367	0,4436	1,5227	0,4423
INVEST TUR	0,1355	0,1107	0,0184	0,2918	0,1110
JBS	1,0196	1,0054	0,4873	1,7769	0,3906
JHSF	1,5975	1,2859	0,1751	4,4493	1,4636
LOG-IN	0,6894	0,6173	0,0191	1,4366	0,4841
MARFRIG	0,8615	0,9194	0,3742	1,3006	0,3480
MARISA	0,4863	0,4242	0,2606	0,9530	0,2243
METALFRIO	0,9407	0,9876	0,1300	1,7896	0,5930
MINERVA	0,4793	0,4588	0,2356	0,9713	0,2190
MPX	1,1344	0,6122	0,0702	3,1148	1,1498
MRV	1,2342	0,8607	0,1918	2,5368	0,9169
PDG REALTY	1,0212	1,0065	0,0851	1,9892	0,6195
REDECARD	1,1055	1,3829	0,0157	2,1914	0,8026
RODOBENS	0,7600	0,8674	0,1543	1,3865	0,4135

SAO MARTINHO	0,6675	0,8043	0,1155	1,1370	0,3947
SATIPEL	0,9056	0,8409	0,2959	1,7082	0,5176
SLC	1,5216	1,3993	0,3166	3,1670	0,9131
SPRINGS	0,4720	0,4001	0,2687	0,7727	0,1951
TECNISA	0,8867	0,9103	0,2653	1,5503	0,4937
TEGMA	1,1528	0,8816	-0,4084	3,2224	1,2585
TEMPO	0,5911	0,4819	-0,0084	1,4308	0,5861
TRISUL	0,4388	0,3079	0,1033	0,9754	0,3073
BMF	0,4666	0,5781	-0,0689	0,7790	0,3703
HYPERMARCAS	0,8822	0,9297	0,4583	1,3660	0,3625
LE LIS BLANC	0,4486	0,5962	-0,3436	0,9228	0,4820
LLX	0,1322	0,1888	-0,6993	0,8674	0,6125
MAGNESITA	0,7075	0,6805	0,1788	1,6226	0,5161
MÉDIA	1,3897	1,2272	0,4851	2,8214	0,8121

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

No Novo Mercado 50% das companhias apresentaram a média do índice abaixo de 1, sendo que, assim como em se tratando do grau de intangibilidade, a empresa LPS assume papel de destaque novamente, com um índice médio de 12,39, o que demonstra o valor dos ativos intangíveis cerca de 12 vezes maior que o valor dos ativos mensurados pela contabilidade.

Assim como nas observações anteriores, o desvio padrão teve seu maior valor na observação onde há maior distanciamento de valores entre a média e a mediana e entre os valores máximos e mínimos.

Durante os 3 últimos períodos, período relatado como sendo de crise econômica, 50% das companhias apresentaram os seus valores mínimos para o “Q” Aproximado, sendo que 8 apresentaram o índice em setembro de 2008, 15 em dezembro de 2008 e 18 em março de 2009, notando-se um crescimento do número de companhias impactadas negativamente pela crise.

Tabela 7- Resumo da Análise da Relevância dos Ativos Intangíveis

	Grau de intangibilidade				“Q”aproximado			
	Média <1	Média >1	Mediana <1	Mediana >1	Média <1	Média >1	Mediana <1	Mediana >1
N 1	18%	82%	23%	77%	73%	27%	82%	28%
N 2	6,25%	93,75%	12,5%	87,5%	56,25%	43,75%	37,5%	62,5%
NM	9,75%	90,25%	12,20%	87,80%	50%	50%	56%	44%

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Em suma, os resultados obtidos apontam que, em se tratando da média e da mediana, o Nível 2 e o Novo Mercado de Governança Corporativa apresentaram mais resultados maiores que 1, indicando a presença de ativos intangíveis nestas situações, ressaltando-se ainda que estes níveis

possuem um maior índice de divulgação obrigatória, o que pode indicar uma associação desta com a presença de ativos intangíveis nas organizações. Também observa-se a discrepância de valores do grau de intangibilidade e do “Q” aproximado, o que é justificado pela fórmula de cálculo destes índices.

4.2- Análise da Tendência dos Índices de Intangibilidade e Desempenho Econômico

A segunda parte do estudo, ainda focada nos ativos intangíveis, utiliza-se de métodos estatísticos mais apurados para determinar a tendência dos índices de intangibilidade e dos índices de desempenho econômico e financeiro das empresas analisadas.

4.2.1- Tendência dos Índices de Intangibilidade

Conforme o referencial teórico, um dos índices utilizados na pesquisa para apurar o índice de intangibilidade é a razão entre o valor de mercado e o valor contábil, também conhecido como “grau de intangibilidade”, que permite a mensuração dos intangíveis de forma relativa, possibilitando assim uma comparação entre as empresas. O outro índice utilizado, uma aproximação da métrica conhecida como “Q” de Tobin, também baseado na capitalização de mercado, difere-se do grau de intangibilidade ao definir a relação entre o valor de mercado da empresa e o valor de reposição dos seus ativos físicos.

No intuito de analisar o comportamento dos intangíveis ao longo do período analisado, que contempla dados do último trimestre de 2001 (dezembro) ao primeiro trimestre de 2009 (Março), estima-se a tendência dos índices calculados por meio de regressões lineares simples.

- **Nível 1 de Governança Corporativa**

O nível 1 do Novo Mercado de governança corporativa é composto por 40 empresas, das quais fez-se necessária as seguintes exclusões: 11 instituições financeiras e 7 empresas que não apresentaram dados suficientes para o presente estudo. Os coeficientes estimados para cada companhia, bem como, o coeficiente de determinação (R^2), que basicamente mede a qualidade do ajustamento da reta estimada pela regressão linear são descritos na tabela 9, conforme segue:

Tabela 8- Tendência do Grau de Intangibilidade do Nível 1

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
BRASIL TELECOM	0,0689	0,0000	0,4071	0,1408	0,8593
CTEEP	0,0554	0,0000	0,0804	0,3100	0,9359
ULTRAPAR	0,0313	0,0107	-0,6170	0,0229	0,3050
BRADSPAR	0,1334	0,0000	-2,4827	0,0000	0,8185
SADIA	0,0753	0,0000	4,7511	0,1337	0,5645
ARACRUZ	0,0202	0,0952	1,4825	0,1531	0,2930
BRASKEM	0,0192	0,3324	-0,7229	0,0197	0,1141
ELETROBRAS	0,0073	0,0000	-0,0569	0,1563	0,5424
CESP	0,0400	0,0001	-0,4545	0,0118	0,7031
CEMIG	0,0643	0,0000	-0,7241	0,0010	0,8210
COPEL	0,0252	0,0038	-0,3190	0,0054	0,5484
DURATEX	0,1280	0,0000	-2,4139	0,0003	0,7121
GERDAU	0,0686	0,0000	-1,7773	0,0000	0,7814
KLABIN	0,0707	0,0000	-1,2646	0,0002	0,6179
GERDAU MET	0,0637	0,0000	-1,4396	0,0000	0,7957
PARANAPANEMA	1,7206	0,4875	-4,5953	0,3885	0,0299
RANDON	0,1144	0,0000	-2,9452	0,0000	0,6357
ALPARGATAS	0,1207	0,0000	-2,3585	0,0000	0,8025
SUZANO	0,0341	0,0007	-0,8252	0,0001	0,5256
UNIPAR	0,0143	0,2419	-0,7260	0,0002	0,2037
USIMINAS	0,0839	0,0000	-1,6664	0,0000	0,8313
VALE R DOCE	0,0802	0,0000	-3,0943	0,0000	0,6725
MÉDIA RES. SIG.	0,0677		-1,5987		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

No quadro descrito, R^2 é o coeficiente de determinação, β_1 representa o coeficiente angular da variável tempo com o respectivo valor-p, que relata a probabilidade de aceitação da hipótese nula. A pesquisa foi realizada seguindo-se um padrão de nível de significância (α) de 10% para os testes estatísticos.

Das 22 empresas analisadas, apenas 3 não apresentaram um β_1 significativo para o grau de intangibilidade, o que significa que na maioria delas (19) existe uma tendência quanto ao comportamento do índice no decorrer do período em questão. Neste caso, devido à presença de

valores positivos de β_1 , que representa em valores a variação do índice a cada unidade de variação do tempo, pode-se afirmar que existe uma tendência de crescimento deste índice, destacando-se entre os maiores as empresas: Bradespar (0,133348), Duratex.(0,128022) e Random (0,114392).

No entanto a crise imobiliária atingiu os mercados financeiros e de capitais a partir de agosto de 2007, o que afetou de modo significativo o valor de mercado das companhias em estudo. Assim, foram estimadas duas regressões lineares, uma composta pelos dados totais e outra excluindo-se os dados referentes aos dois últimos semestres do ano de 2008 e ao primeiro semestre do ano de 2009. Assim, utilizou-se uma variável Dummy para captar os efeitos da crise a partir do período em que esta começou a afetar o mercado de capitais, descritas no quadro que segue, junto às respectivas probabilidades de acordo com o teste T.

Em relação à variável Dummy, utilizada para ressaltar o período de crise econômica, de acordo com o valor de probabilidade da estatística “t de Student”, conclui-se que em se tratando do grau de intangibilidade, os parâmetros estabelecidos não são significantes em 4 das 19 companhias que apresentaram resultados significativos; Aracruz, Brasil Telecom, CTEEP e Sadia, demonstrando assim que a crise ainda não afetou o grau de intangibilidade destas empresas.

Desconsiderando-se os parâmetros não-significantes, percebe-se que os impactos da crise, de uma forma geral, são mais relevantes do que a tendência de crescimento apresentada em função da variável tempo. O índice grau de intangibilidade de todas as empresas apresentou impactos negativos com a crise econômica mundial, enquanto a média dos impactos assume o valor de (-1,6), ou seja, com a crise econômica mundial, as empresas do Nível 1 de Governança Corporativa tiveram uma queda, em média, de 106% do índice valor de mercado/valor contábil a cada período.

Tabela 9- Tendência do “Q” Aproximado do Nível 1

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
BRASIL TELECOM	0,0172	0,0055	0,2064	0,0762	0,7193
CTEEP	0,0450	0,0000	0,0881	0,2346	0,9349
ULTRAPAR	0,0175	0,0804	-0,2718	0,1054	0,2121
BRADSPAR	0,1241	0,0000	-2,4705	0,0000	0,8140
SADIA	0,0210	0,0000	-0,3037	0,0000	0,7882
ARACRUZ	0,0231	0,0000	-0,6095	0,0000	0,5923
BRASKEM	0,0053	0,1698	-0,1169	0,0566	0,1197
ELETROBRAS	0,0056	0,0003	-0,0319	0,2533	0,4677
CESP	0,0141	0,0000	-0,2296	0,0005	0,6986
CEMIG	0,0140	0,0000	-0,2151	0,0006	0,6544
COPEL	0,0074	0,0718	-0,1873	0,0016	0,3162
DURATEX	0,0678	0,0001	-1,3228	0,0003	0,6914
GERDAU	0,0209	0,0000	-0,4846	0,0000	0,6766
KLABIN	0,0147	0,0042	-0,3839	0,0016	0,3702
GERDAU MET	0,0041	0,2801	-0,0484	0,5254	0,1064
PARANAPANEMA	0,0023	0,7742	-0,7154	0,0001	0,4425
RANDON	0,0395	0,0000	-0,9257	0,0000	0,7487
ALPARGATAS	0,0769	0,0000	-1,4884	0,0000	0,7636
SUZANO	0,0199	0,0000	-0,4010	0,0000	0,6877
UNIPAR	0,0043	0,6456	-0,2311	0,0391	0,1078
USIMINAS	0,0346	0,0000	-0,7975	0,0000	0,8268
VALE R DOCE	0,0311	0,0024	-1,4027	0,0000	0,6193
MÉDIA RES. SIG.	0,0330		-0,7344		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Em relação ao “Q” Aproximado, as mesmas 3 empresas que apresentaram β_1 insignificante para a tendência do grau de intangibilidade obtiveram o mesmo resultado para o índice em questão com o acréscimo de uma companhia, a Gerdau Metalúrgica. Assim, também observa-se a presença de coeficientes positivos, indicando novamente a tendência de crescimento deste índice.

O coeficiente de determinação, que indica o percentual de ajuste da regressão estimada ao comportamento real dos dados, para o grau de intangibilidade mostrou-se acima de 60% em 13 companhias, e para o “Q” Aproximado apresentou-se acima de 60% em 11 companhias. Destaca-se a empresa CTEEP, com 93,59% de ajuste para o grau de intangibilidade e 93,49% de ajuste para o “Q” aproximado.

A empresa Bradespar foi a que apresentou maior tendência de crescimento dos índices de intangibilidade, sendo 13,3% para o grau de intangibilidade e 12,4% para o “Q” aproximado a cada trimestre. No entanto, analisando-se as médias dos resultados significativos, as empresas apresentaram no geral um crescimento do grau de intangibilidade no valor de 0,068 e do “Q” aproximado no valor de 0,033.

Em relação ao índice “Q” Aproximado, a variável dummy, representada no quadro como β_2 , esta não apresentou resultados significativos em apenas 3 das 19 companhias com resultados significativos para a tendência, sendo elas. CTEEP, Ultrapar e Eletrobrás, indicando assim a ausência de impacto da crise econômica mundial no índice em questão. Ressalta-se ainda a empresa Brasil Telecom, cujo índice foi impactado positivamente no período de crise, comportamento diferente de todas as outras observações significativas. A média dos impactos significativos da crise imobiliária no índice relatado foi menor em relação ao grau de intangibilidade (-73,44%), no entanto demonstra que a queda provocada pelo evento supera a média de crescimento apresentada(3,3%).

- **Nível 2 de Governança Corporativa**

O Nível 2 de Governança Corporativa, atualmente é composto por 18 empresas, sendo que, para a realização do estudo fez-se necessária a exclusão de 8. Isto pois, 2 eram instituições financeiras, que possuem diferenças na contabilização das suas operações, inviabilizando a comparação de índices com o restante da amostra, e 6 empresas não apresentaram dados suficientes para a operacionalização da pesquisa.

Tabela 10- Tendência do Grau de Intangibilidade do Nível 2

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
ALL AMERICA	0,1572	0,0088	-3,3117	0,0014	0,5456
ANHANGUERA	-0,2718	0,4655	-2,5971	0,1992	0,7139
GOL	-0,2223	0,0299	-2,0048	0,1088	0,6093
UOL	-0,3087	0,0002	0,5627	0,1384	0,8767
TERNA	0,0438	0,1020	-0,6368	0,0046	0,7383
CELESC	0,0296	0,0000	-0,3205	0,0001	0,8586
ELETROPAULO	0,0518	0,0003	-0,8452	0,0003	0,5708
MARCOPOLO	0,0464	0,0036	-1,1128	0,0017	0,5149
SARAIVA	0,0374	0,0032	-1,4411	0,0032	0,4723
TAM	-0,2119	0,0604	-0,1066	0,9220	0,3367
MÉDIA RES. SIG.	-0,0526		-1,5060		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O grau de intangibilidade apresentou parâmetros significativos em 8 empresas, ou seja 80% dos resultados, podendo-se observar ainda que destes resultados 3 empresas apresentaram valores negativos para a tendência do índice, indicando queda do mesmo ao longo dos períodos analisados, sendo elas; GOL, TAM. e UOL, ressaltando-se ainda que as duas primeiras possuem

o mesmo setor de atuação. Quanto ao ajuste das regressões estimadas, em se tratando apenas dos resultados significativos, 3 empresas apresentaram um ajuste acima de 60%.

Tabela 11- Tendência do “Q” aproximado do Nível 2

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
ALL AMERICA	0,0317	0,0861	-0,9341	0,0030	0,4987
ANHANGUERA	-0,3842	0,1365	-0,8968	0,4293	0,7508
GOL	-0,1757	0,0023	-0,5415	0,3295	0,6621
UOL	-0,1982	0,0001	0,2031	0,3063	0,8987
TERNA	0,0368	0,0476	-0,3569	0,0116	0,6849
CELESC	0,0026	0,1211	-0,0814	0,0002	0,1707
ELETROPAULO	0,0065	0,0021	-0,1350	0,0001	0,4372
MARCOPOLO	0,0151	0,0017	-0,3219	0,0013	0,5317
SARAIVA	0,0180	0,0006	-0,7083	0,0000	0,5049
TAM	0,0029	0,9395	-0,5065	0,2662	0,1388
MÉDIA RES. SIG.	-0,0380		-0,4912		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O segundo índice exposto, “Q” aproximado mostrou-se relevante em 7 companhias, sendo ainda que, a GOL e a UOL, assim como no grau de intangibilidade, apresentaram tendência de queda do índice em função do tempo. Também houve a verificação de coeficiente de ajuste acima de 60% em 3 das 7 companhias com parâmetros significativos.

Em média, pode-se dizer ainda que a tendência dos índices das companhias listados no Nível 2 é de diminuição ao longo do tempo, pois apesar da maioria dos resultados significativos ser positivo, indicando crescimento do índice, os resultados negativos apresentaram valores mais altos, interferindo assim na média da tendência dos índices.

Quanto ao impacto da crise mundial na tendência dos índices, nota-se semelhança no grau de intangibilidade e “Q” aproximado, o que pode ser explicado em partes, pela utilização de valores de mercado por ambos. Assim, nas empresas que apresentaram impactos significativos em seus índices nos períodos de crise, observa-se queda dos mesmos, havendo nos resultados significativos para a tendência, em média, uma queda do grau de intangibilidade em 150,6%, e queda do “Q” aproximado de 49,12% a cada período relatado como sendo de crise.

- **Novo mercado**

O Novo mercado apresentou um comportamento diferente dos outros níveis de governança analisados, visto que, metade das companhias que apresentaram resultados significativos relatou também uma tendência negativa do grau de intangibilidade. Um comportamento semelhante foi observado em relação à tendência do índice “Q” aproximado, onde dentre os resultados significativos observados em 23 das 32 companhias da amostra, 10 apresentaram uma tendência de crescimento e 13 apresentaram tendência de queda nos períodos em questão.

Tabela 12- Tendência do Grau de Intangibilidade do Novo Mercado

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
TRACTEBEL	0,1768	0,0000	-1,4527	0,0001	0,9352
IDEIASNET	0,2495	0,0000	-5,6015	0,0000	0,6562
SAO CARLOS	0,0835	0,0003	-1,3449	0,0072	0,4422
CPFL	0,1064	0,0000	-0,7651	0,0010	0,7591
CCR	0,1317	0,3482	-1,5707	0,3111	0,0835
DASA	-0,1973	0,0268	-1,0171	0,0582	0,6739
NATURA	-0,0162	0,9374	-2,7978	0,2651	0,1312
GRENDENE	-0,0917	0,0412	-0,3914	0,2090	0,5986
COSAN	-0,3774	0,0086	-0,2274	0,7599	0,7132
ENERGIAS BR	-0,0047	0,6626	-0,3324	0,0128	0,5755
LIGHT	-0,0204	0,2742	-1,4575	0,0011	0,5049
LOCALIZA	0,3657	0,0733	-6,8254	0,0056	0,5300
OBRASCON	-0,0455	0,3660	-1,2263	0,0420	0,6256
RENAR	0,0880	0,0924	0,1387	0,8179	0,4946
ABYARA	0,0653	0,8519	-5,1097	0,0424	0,6528
BANKNOTE	-0,2399	0,0062	-0,5648	0,1856	0,8829
BRASCAN	-0,2788	0,0000	-0,1779	0,2682	0,9500
ECODIESEL	-0,3263	0,0111	-0,8044	0,1868	0,8006
BRASILAGRO	-0,0025	0,9349	-0,3876	0,1006	0,6531
CSU	-0,3785	0,0007	-0,2685	0,6008	0,8728
EMBRAER	0,3381	0,2247	-4,2564	0,1764	0,1613
EQUATORIAL	0,0248	0,2203	-0,6650	0,0001	0,8013
KLABIN SEGALL	-0,2003	0,0049	-0,7139	0,0309	0,9246
LPS	-11,6054	0,1172	119,9138	0,0594	0,2490
LUPATECH	0,9395	0,0000	-7,2351	0,0002	0,8916
M.DIAS	-0,2241	0,0088	0,0007	0,9987	0,8354
MEDIAL	-0,2231	0,0017	-0,8785	0,0219	0,8910
MMX	3,4658	0,0000	-34,5268	0,0000	0,9139
ODONTOPREV	-0,1577	0,3979	-1,8052	0,0860	0,7333
TOTVS	0,1660	0,0479	-2,0379	0,0097	0,6164
PROFARMA	-0,1439	0,1111	-1,3298	0,0300	0,9072
CYRELA	0,2096	0,0002	-3,2773	0,0013	0,5924
MÉDIA RES. SIG.	0,1657		-5,4730		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

A média da tendência dos resultados significativos do grau de intangibilidade foi afetada pelo β da empresa MMX, cujo valor de crescimento a cada período foi o maior de todos apresentados, observando-se uma tendência de crescimento de 346% a cada trimestre, sendo esta também a empresa mais afetada pela crise econômica, em queda de 3.452% do índice. No entanto os dados encontrados permitem uma explicação para o evento, sendo que o valor de mercado da companhia aumenta ao longo dos trimestres enquanto o patrimônio líquido sofre poucas alterações, e nos últimos 2 semestres o valor de mercado sofre brusca queda enquanto o patrimônio líquido praticamente dobra seu valor.

Tabela 13- Tendência do “Q” aproximado Novo Mercado

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
TRACTEBEL	0,0861	0,0000	-0,9469	0,0000	0,9297
IDEIASNET	0,0997	0,0142	-3,0723	0,0010	0,5114
SAO CARLOS	0,0750	0,0000	-0,8216	0,0093	0,6313
CPFL	0,0371	0,0000	-0,2725	0,0060	0,7542
CCR	0,1123	0,0000	-1,7500	0,0001	0,8148
DASA	-0,0984	0,0427	-0,7708	0,0112	0,6714
NATURA	-0,0641	0,5378	-1,4489	0,2727	0,2615
GRENDENE	-0,0717	0,0214	-0,3048	0,1532	0,6638
COSAN	-0,3774	0,0086	-0,2274	0,7599	0,7132
ENERGIAS BR	-0,0069	0,1563	-0,1262	0,0249	0,6961
LIGHT	-0,0005	0,9092	-0,0658	0,4057	0,0321
LOCALIZA	0,1055	0,2259	-2,0030	0,0218	0,4546
OBRASCON	-0,0443	0,0367	-0,3950	0,0540	0,7728
RENAR	0,0648	0,0156	-0,0854	0,7638	0,5902
ABYARA	-0,1630	0,0846	-0,3357	0,4066	0,7054
BANKNOTE	-0,1670	0,0275	-0,5087	0,1989	0,8518
BRASCAN	-0,1556	0,0001	0,0437	0,7014	0,8828
ECODIESEL	-0,2759	0,0066	-0,0581	0,8929	0,7823
BRASILAGRO	0,0575	0,0225	-0,3730	0,0076	0,4367
CSU	-0,2386	0,0005	0,0823	0,7752	0,8614
EMBRAER	0,0005	0,9281	-0,4401	0,0009	0,3678
EQUATORIAL	-0,0081	0,4431	-0,1455	0,0737	0,6748
KLABIN SEGALL	-0,1392	0,0109	-0,0984	0,6344	0,8279
LPS	-6,6155	0,0016	17,5276	0,0759	0,8666
LUPATECH	-0,0160	0,6021	-1,4545	0,0001	0,8304
M.DIAS	-0,1263	0,0045	0,0518	0,7539	0,8034
MEDIAL	-0,0995	0,0125	-0,6000	0,0188	0,8481
MMX	0,5970	0,0095	-5,3644	0,0021	0,6527
ODONTOPREV	-0,1171	0,4184	-1,3817	0,0833	0,7189
TOTVS	0,1442	0,0636	-2,2217	0,0030	0,7158
PROFARMA	-0,0684	0,1899	-0,7153	0,0356	0,8869
CYRELA	0,0974	0,0112	-1,7971	0,0043	0,4576
MÉDIA RES. SIG.	-0,3131		-0,0072		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Já em se tratando da tendência do “Q” aproximado, o β da empresa LPS afetou negativamente a média dos resultados significativos deste índice, que apresentou resultado negativo de 0,31.

Quanto ao coeficiente de determinação, o índice grau de intangibilidade obteve em 75% das observações valores acima de 60%, enquanto no índice “Q” aproximado observa-se a mesma ocorrência em cerca de 82% das empresas.

A crise econômica afetou o “Q” aproximado de 52,17% empresas e o grau de intangibilidade de 60% das companhias do Novo Mercado, cuja tendência mostrou-se significativa, das empresas, sendo que este impacto observou-se positivo no “Q” aproximado de uma companhia, a LPS. Tal empresa afetou bruscamente a média dos impactos da crise, dada a representatividade dos valores observados diante dos demais, sendo este 17,53 unidades também de crescimento para o “Q” aproximado. No entanto de forma global, pode-se afirmar que a crise afetou a maioria das empresas listadas no Níveis diferenciados de Governança Corporativa de forma negativa.

Analisando-se em conjunto toda a amostra, os resultados totais demonstraram que o grau de intangibilidade de 36 das 46 empresas que apresentaram regressões de tendência significativas cresceu ao longo do período analisado, ressaltando-se ainda que, as companhias que apresentaram valores significativos e negativos para a tendência do índice, demonstrando queda do mesmo, ocupam o nível mais alto de governança corporativa, o Novo Mercado.

Quanto ao índice de intangibilidade “Q” aproximado, das 48 empresas que apresentaram parâmetros significativos para a tendência do índice, 35 revelaram índices positivos, o que corrobora as expectativas de crescimento do valor dos ativos intangíveis. Assim como em se tratando da tendência do grau de intangibilidade, as empresas cujos valores encontrados para os β 's foram negativos estão listadas no Novo Mercado.

Assim, em relação à tendência dos índices de intangibilidade das companhias dos Níveis 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa, pode-se afirmar que existe uma tendência de crescimento, determinando assim o aumento da representatividade dos ativos intangíveis perante o patrimônio contábil destas empresas.

Tabela 14: Análise da tendência dos índices de intangibilidade
Grau de Intangibilidade "Q" aproximado

	Res. Sig.	Res. Sig. (%)	(+)	Res. Sig.	Res. Sig. (%)	(+)
N 1	19	86,4%	100%	18	82%	100%
N 2	8	80%	75%	7	70%	71,5%
NM	20	62,5%	50%	23	72%	43,5%
Total	47	73,5%	74,5%	48	75%	68,75%

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Comparativamente, o Nível 1 de Governança Corporativa apresentou um maior número de resultados significativos para a regressão estimada de tendência dos índices de intangibilidade, observando-se ainda que todos eles foram positivos, indicando que, tanto o grau de intangibilidade como o "Q" aproximado estão aumentando ao longo dos períodos em análise. Ressalta-se ainda que, ao contrário da análise das médias e medianas, ao aumentar-se o nível de evidenciação menos resultados de tendência positiva são encontrados, ou seja, quanto maior o nível de Governança Corporativa menor a verificação de um comportamento crescente dos índices de intangibilidade em questão.

4.2.2- Tendência dos Índices de Desempenho Econômico

Os índices de desempenho econômico utilizados na pesquisa são: a margem líquida, o retorno sobre o ativo e o EVA%. A margem líquida e o retorno sobre o ativo são calculado a partir de informações presentes nas demonstrações financeiras da empresas, sendo estas, o lucro líquido, as receitas líquidas de vendas e o patrimônio líquido. Já o EVA%, ou lucro residual, baseia seu cálculo no retorno sobre os investimentos menos o custo de todo o capital.

- **Nível 1 de Governança Corporativa**

Ao contrário dos índices de intangibilidade, a tendência dos índices de desempenho econômico mostrou-se significativa em um percentual menor de observações. A margem líquida apresentou tendência significativa em 9 das 21 empresas da amostra do nível 1, ressaltando-se ainda que em uma delas este resultado foi negativo, a Ultrapar, indicando queda do índice ao longo dos períodos.

Tabela 15- Tendência do da Margem Líquida do Nível 1

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
BRASIL TELECOM	0,0017	0,3713	-0,0254	0,4169	0,0453
CTEEP	0,0141	0,0667	-0,0307	0,8496	0,1736
ULTRAPAR	-0,0021	0,0337	-0,0109	0,4735	0,4269
BRADESPAR	-	-	-	-	-
SADIA	0,0007	0,2419	-0,4277	0,0000	0,7152
ARACRUZ	0,0098	0,0994	-2,0160	0,0000	0,6530
BRASKEM	0,0062	0,1817	-0,3208	0,0002	0,1794
ELETROBRAS	0,0552	0,4798	-0,1414	0,8159	0,0197
CESP	0,0375	0,2860	-1,6199	0,0068	0,0799
CEMIG	0,0093	0,2302	-0,1352	0,1141	0,0811
COPEL	0,0073	0,2677	-0,0591	0,3922	0,0940
DURATEX	0,0060	0,0000	-0,0686	0,0058	0,6929
GERDAU	0,0020	0,0087	-0,1041	0,0000	0,4681
KLABIN	0,0091	0,2747	-0,5088	0,0000	0,1725
GERDAU MET	0,0008	0,0174	-0,0505	0,0000	0,4572
PARANAPANEMA	0,0053	0,1556	0,0023	0,9771	0,0637
RANDON	0,0027	0,0137	-0,0336	0,0130	0,4143
ALPARGATAS	0,0016	0,2848	-0,0050	0,8858	0,0591
SUZANO	0,0021	0,6550	-0,4026	0,0001	0,3777
UNIPAR	-0,0023	0,0207	-0,1020	0,0000	0,7299
USIMINAS	0,0106	0,0492	-0,2020	0,0327	0,2288
VALE R DOCE	-0,0040	0,4146	0,0398	0,6835	0,0338
MÉDIA RES. SIG.	0,0046		-0,3681		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O retorno sobre o patrimônio líquido mostrou-se significativo para a análise de tendência em 6 companhias, apresentando-se negativo na mesma citada acima. No entanto, em média, os resultados significativos foram positivos. Os coeficientes de determinação são baixos, apresentado-se acima dos 60% na margem líquida de 2 companhias e no retorno sobre o patrimônio líquido de 1.

Tabela 16- Tendência do Retorno sobre o Patrimônio Líquido do Nível 1

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
BRASIL TELECOM	0,0014	0,0772	-0,0177	0,1946	0,1599
CTEEP	0,0014	0,0133	0,0051	0,6645	0,2900
ULTRAPAR	-0,0014	0,0166	-0,0001	0,9938	0,3763
BRADESPAR	0,0088	0,0696	-0,0837	0,1864	0,1190
SADIA	-0,0005	0,7102	-2,2699	0,0002	0,5402
ARACRUZ	0,0012	0,4917	-1,2449	0,0013	0,4156
BRASKEM	0,0122	0,3763	-0,3739	0,0608	0,0656
ELETROBRAS	0,0001	0,6176	0,0149	0,0119	0,0995
CESP	0,0027	0,2935	-0,1245	0,0076	0,0875
CEMIG	0,0025	0,1207	-0,0395	0,0393	0,1412
COPEL	0,0018	0,0599	-0,0204	0,0694	0,2116
DURATEX	0,0018	0,0000	-0,0211	0,0177	0,6795
GERDAU	0,0006	0,4515	-0,0717	0,0001	0,2925
KLABIN	0,0015	0,7100	-0,1446	0,0018	0,0527
GERDAU MET	0,0004	0,6700	-0,0718	0,0000	0,3035

PARANAPANEMA	0,0456	0,3375	-0,3602	0,6676	0,0200
RANDON	0,0016	0,4627	-0,0468	0,0854	0,0779
ALPARGATAS	0,0003	0,7013	0,0135	0,5002	0,0428
SUZANO	0,0000	0,9839	-0,0955	0,0006	0,3086
UNIPAR	-0,0012	0,1014	-0,1036	0,0000	0,7872
USIMINAS	0,0024	0,4523	-0,0710	0,1030	0,0531
VALE R DOCE	0,0014	0,2636	-0,0415	0,2070	0,1025
MÉDIA RES. SIG.	0,0023		-0,0208		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

A crise afetou negativamente a margem líquida e o retorno sobre o patrimônio líquido de 77,78% das empresas com resultados significativos, e no caso do retorno sobre o patrimônio líquido, afetou 33,33% dos mesmos. Em média, e em se tratando dos resultados significativos, a crise econômica afetou negativamente em maior proporção a margem líquida (36,8%) das companhias do nível 1, no entanto, tal evento afetou ambos os índices de desempenho econômico negativamente e em maior proporção comparado ao crescimento estimado pela tendência. Outro índice utilizado para análise do desempenho econômico foi o EVA%, também conhecido como Spread, cujos resultados são descritos a seguir:

Tabela 17- Tendência do EVA % do Nível 1

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
BRASIL TELECOM	0,0009	0,3002	-0,0022	0,8415	0,0820
CTEEP	0,0020	0,0985	0,0131	0,4349	0,1496
ULTRAPAR	0,0013	0,4100	0,0125	0,4819	0,0323
BRADSPAR	0,0069	0,0096	-0,0357	0,3735	0,1479
SADIA	0,0014	0,0269	-0,2158	0,0000	0,6365
ARACRUZ	0,0027	0,0066	-0,1903	0,0001	0,3511
BRASKEM	0,0038	0,0147	-0,1344	0,0000	0,2219
ELETRORBRAS	0,0014	0,4159	0,0337	0,1066	0,0770
CESP	0,0017	0,0902	-0,0530	0,0163	0,0602
CEMIG	0,0189	0,0397	0,0198	0,0057	0,0954
COPEL	0,0021	0,0235	0,0031	0,8039	0,1391
DURATEX	0,0032	0,1020	-0,0019	0,9288	0,1092
GERDAU	0,0015	0,1429	-0,0136	0,3440	0,0419
KLABIN	0,0030	0,0381	-0,0749	0,0006	0,0639
GERDAU MET	0,0011	0,0289	-0,0143	0,0266	0,0699
PARANAPANEMA	0,0022	0,1207	-0,0520	0,0278	0,0724
RANDON	0,0032	0,0000	-0,0380	0,0018	0,3291
ALPARGATAS	0,0019	0,2881	0,0349	0,1967	0,0714
SUZANO	0,0014	0,1344	-0,0691	0,0009	0,1073
UNIPAR	0,0020	0,2730	-0,0422	0,0147	0,0850
USIMINAS	0,0019	0,0969	-0,0243	0,2783	0,0405
VALE R DOCE	0,0023	0,1231	-0,0011	0,9659	0,0845
MÉDIA RES. SIG.	0,0041		-0,0809		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Assim como em se tratando dos índices ML e ROE, os resultados significativos de tendência para o EVA% foram positivos, o que foi observado em 54,55% das observações, indicando assim uma tendência de crescimento do índice, que em média verifica-se no valor de 0,4% ao trimestre. A crise afetou o EVA de cerca de 58,33% das companhias com tendência significativa, ressaltando-se ainda que a média destes impactos supera a média da tendência de crescimento verificada antes do período afetado.

- **Nível 2 de Governança Corporativa**

No Nível 2 de Governança Corporativa, em se tratando da margem líquida, apenas as empresas GOL e Terna apresentaram parâmetros significativos para a tendência do índice, sendo ainda que a Gol obteve um coeficiente negativo e um maior coeficiente de ajuste da regressão no valor de 60,5%. No entanto, no período de crise, estas mesmas companhias foram afetadas negativamente, e no caso da Gol, esta provocou quedas ainda mais significativas no índice.

Tabela 18- Tendência da Margem Líquida do Nível 2

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
ALL AMERICA	0,0026	0,1729	-0,0516	0,0713	0,0828
ANHANGUERA	-0,0001	0,8641	-0,0006	0,9611	0,0035
GOL	-0,0072	0,0339	-0,1874	0,0176	0,6057
UOL	0,0018	0,4548	-0,0136	0,3966	0,0850
TERNA	0,0025	0,0720	-0,0183	0,0409	0,3112
CELESC	0,0042	0,1605	-0,0866	0,0045	0,0938
ELETROPAULO	0,0028	0,2367	0,0305	0,3143	0,1547
MARCOPOLO	0,0010	0,4309	-0,0136	0,3402	0,0484
SARAIVA	0,0004	0,7887	0,0209	0,4536	0,0059
TAM	0,0038	0,8957	-0,9773	0,0149	0,0589
MÉDIA RES. SIG.	-0,0024		-0,1029		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Já o Retorno sobre o patrimônio líquido mostrou-se significativo para a tendência em 4 companhias; All América, GOL, Terna e Saraiva, apresentando tendência de queda do índice apenas na Gol, sendo esta também a que apresentou maior coeficiente de ajuste, de 63,15%.

Tabela 19- Tendência do Retorno sobre o Patrimônio Líquido do Nível 2

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
ALL AMERICA	0,0072	0,0404	-0,1615	0,0316	0,1588
ANHANGUERA	-	-	-	-	-
GOL	-0,0130	0,0233	-0,1559	0,0597	0,6316
UOL	0,0107	0,3019	-0,0636	0,3731	0,1563
TERNA	0,0219	0,0946	-0,2354	0,0067	0,4839
CELESC	0,0514	0,2521	-1,2060	0,2371	0,0437
ELETROPAULO	0,0052	0,1428	0,0474	0,2892	0,2240
MARCOPOLO	0,0016	0,1863	-0,0247	0,0716	0,1583
SARAIVA	0,0026	0,0985	0,0128	0,6663	0,0410
TAM	0,0043	0,3238	-0,2336	0,0024	0,1594
MÉDIA RES. SIG.	0,0047		-0,1843		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Em se tratando do retorno sobre o patrimônio líquido, os resultados da pesquisa apontaram que a crise afetou de forma significativa e negativa 75% das empresas do nível 2, indicando, em média, queda do índice de 18,43% a cada trimestre do período de recessão econômica.

Tabela 20- Tendência do EVA% do Nível 2

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
ALL AMERICA	0,0018	0,0004	-0,0256	0,0034	0,3830
ANHANGUERA	0,0003	0,6513	0,0067	0,4656	0,0209
GOL	-0,0052	0,0126	-0,1230	0,0082	0,6962
UOL	0,0005	0,8456	-0,0062	0,7524	0,0109
TERNA	0,0031	0,0441	-0,0214	0,0085	0,4717
CELESC	0,0013	0,0294	-0,0292	0,0000	0,1719
ELETROPAULO	0,0015	0,1256	0,0063	0,5536	0,1850
MARCOPOLO	0,0016	0,0292	-0,0192	0,0161	0,1899
SARAIVA	0,0010	0,1613	0,0065	0,6391	0,0293
TAM	0,0022	0,3654	-0,1865	0,0001	0,2955
MÉDIA RES. SIG.	0,0005		-0,0437		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Na análise da tendência do EVA%, os parâmetros foram significativos em 50% das observações, apresentando-se positivo em 4 e negativo em uma delas, no caso a empresa GOL, cujo comportamento foi similar aos outros índices de desempenho econômico. Também assim como nos resultados dos índices anteriores, os coeficientes de determinação foram baixos, apresentando-se acima dos 60% apenas na GOL.

As mesmas companhias com parâmetros significativos, acrescidas de mais uma observação, a TAM, tiveram seus índices afetados durante o período de crise, observando-se ainda que todos sofreram reduções, sendo a média dessas reduções no valor de (-0,06748) unidades do índice a cada período.

- **Novo Mercado de Governança Corporativa**

No Novo Mercado, em se tratando da margem líquida, apenas 6 das 32 empresas da amostra apresentaram coeficientes significativos para a tendência do índice, sendo ainda que, destas, 4 revelaram valores negativos. Um comportamento atípico foi observado na empresa Obrascón, cujos resultados foram significativos para a tendência e para a variável dummy, entretanto a tendência mostrou-se negativa no período não afetado pela crise, e positiva no período de crise, indicando assim que o índice apresenta crescimento somente nos 3 últimos trimestres da pesquisa. Os coeficientes de determinação foram relativamente baixos, apresentando-se acima dos 60% apenas na regressão estimada para a tendência da margem líquida das empresas; São Carlos e Banknote.

Tabela 21- Tendência da Margem Líquida do Novo Mercado

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(R^2)	(β_1)	Prob.
TRACTEBEL	0,0115	0,1082	-0,1639	0,0434	0,1173
SAO CARLOS	-0,0285	0,7336	0,6580	0,4500	0,0056
CPFL	0,0558	0,0006	-0,5479	0,0095	0,6368
DASA	0,0054	0,2110	-0,0773	0,1761	0,0928
NATURA	-0,0023	0,0009	0,0100	0,3698	0,2865
GRENDENE	0,0033	0,2116	0,0943	0,0116	0,4261
COSAN	-0,1743	0,1845	-0,1158	0,0100	0,3890
ENERGIAS BR	-0,0034	0,2830	0,0359	0,1186	0,0852
LIGHT	0,0184	0,0033	-0,0908	0,1837	0,3955
LOCALIZA	0,0006	0,4142	-0,0620	0,0001	0,6547
OBRASCON	-0,0172	0,0011	0,0955	0,0101	0,3803
RENAR	0,0014	0,9240	-0,0446	0,7866	0,0056
ABYARA	-609,8192	0,3306	1,0982	0,1480	0,2135
BANKNOTE	-0,0090	0,0238	-0,0294	0,1146	0,6891
BRASCAN	0,0331	0,3647	-0,3516	0,1150	0,3408
ECODIESEL	-0,0544	0,7387	-0,0028	0,9976	0,0596
BRASILAGRO	-6,1382	0,1224	23,8138	0,2225	0,3986
CSU	0,0076	0,1767	0,0193	0,5677	0,5904
EMBRAER	-0,0036	0,0000	-0,0215	0,1210	0,4503
EQUATORIAL	-0,0014	0,7793	-0,0368	0,2201	0,2873
KLABIN SEGALL	0,0048	0,8392	-0,0706	0,5335	0,0340
LPS	-0,0224	0,6495	-1,1109	0,0604	0,3759
LUPATECH	-0,0168	0,2730	-0,0684	0,5930	0,2882
M.DIAS	0,0059	0,1729	0,0471	0,2651	0,4149
MEDIAL	0,0040	0,5038	-0,0408	0,1821	0,0971
MMX	10,0580	0,1609	-43,2990	0,2218	0,3170
ODONTOPREV	0,0195	0,1291	-0,0956	0,1109	0,3224
TOTVS	0,0146	0,1031	-0,0680	0,1481	0,3401
PROFARMA	0,0041	0,1389	-0,0128	0,2941	0,3048
CYRELA	-0,0024	0,4164	-0,1130	0,0121	0,1304
MÉDIA RES. SIG.	0,0070		-0,2262		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Quanto ao retorno sobre o patrimônio líquido, das 9 companhias com resultados significativos, em duas foi constatada a tendência de redução do índice em função do tempo.

Tabela 22- Tendência do Retorno sobre o Patrimônio Líquido do Novo Mercado

EMPRESAS	Tendência do Grau de Intangibilidade				
	(β_1)	Prob.	(R^2)	(β_1)	Prob.
TRACTEBEL	0,0026	0,1060	-0,0269	0,1128	0,1494
IDEIASNET	0,0055	0,0048	-0,0398	0,0997	0,2617
SAO CARLOS	-0,0002	0,9104	0,0198	0,3471	0,0071
CPFL	0,0044	0,0644	-0,0297	0,1868	0,2649
CCR	0,0140	0,1271	-0,1081	0,2751	0,1618
DASA	0,0024	0,1926	-0,0318	0,2405	0,0865
NATURA	-0,0018	0,1297	0,0222	0,0977	0,0521
GRENDENE	0,0001	0,8666	0,0414	0,0108	0,3045
COSAN	-0,0321	0,2016	-0,0324	0,1023	0,2360
ENERGIAS BR	-0,0006	0,5254	0,0099	0,2766	0,0511
LIGHT	-0,0026	0,8897	0,0958	0,6230	0,0029
LOCALIZA	0,0026	0,0008	-0,0577	0,0006	0,5331
OBRASCON	-0,0022	0,0012	0,0189	0,0304	0,2188
RENAR	0,0029	0,2935	-0,0300	0,2122	0,0839
ABYARA	-0,0019	0,8940	-0,0729	0,7013	0,0283
BANKNOTE	-0,0027	0,1256	-0,0160	0,0862	0,5958
BRASCAN	0,0064	0,0710	-0,0509	0,0456	0,3872
ECODIESEL	-0,0405	0,1653	-0,1017	0,5667	0,5504
BRASILAGRO	0,0010	0,6172	-0,0098	0,3921	0,1128
CSU	0,0081	0,2564	0,0510	0,2690	0,6260
EMBRAER	-0,0027	0,0001	-0,0006	0,9554	0,3494
EQUATORIAL	0,0029	0,0337	-0,0061	0,4574	0,3047
KLABIN SEGALL	0,0042	0,2968	-0,0140	0,5875	0,0455
LPS	-0,1013	0,9331	-25,0194	0,0945	0,2643
LUPATECH	-0,0057	0,3449	-0,1396	0,1028	0,3355
M.DIAS	0,0035	0,1259	0,0219	0,2855	0,4611
MEDIAL	0,0034	0,4066	-0,0337	0,1334	0,1333
MMX	0,0312	0,6326	-0,7300	0,1311	0,2168
ODONTOPREV	0,0062	0,1019	-0,0234	0,1752	0,4012
TOTVS	0,0042	0,0251	-0,0076	0,4000	0,5481
PROFARMA	0,0051	0,1237	-0,0170	0,2661	0,3031
CYRELA	0,0006	0,0528	-0,0272	0,0006	0,0817
MÉDIA RES. SIG.	0,0024		-0,0313		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Menos de 56% das companhias com tendência significativa tiveram o índice retorno sobre o patrimônio líquido afetado pela crise econômica mundial, observando-se ainda que, destas companhias, a Obrascon apresenta crescimento do índice a partir do momento em que a crise começa a afetar o mercado de capitais.

Tabela 23- Tendência do EVA % do Novo Mercado

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
TRACTEBEL	0,0019	0,1286	-0,0362	0,0085	0,1241
IDEIASNET	0,0110	0,0232	-0,0268	0,5582	0,2189
SAO CARLOS	0,0025	0,4964	0,0331	0,3798	0,0502
CPFL	0,0041	0,0022	-0,0010	0,9408	0,2785
CCR	0,0025	0,0009	-0,0068	0,5861	0,2264
DASA	0,0024	0,0752	-0,0160	0,1523	0,0848
NATURA	-0,0015	0,1110	0,0145	0,2820	0,0506
GRENDENE	0,0013	0,2726	0,0252	0,1555	0,2065
COSAN	-0,0220	0,2091	-0,0187	0,2102	0,1615
ENERGIAS BR	0,0035	0,0608	-0,0039	0,8270	0,3225
LIGHT	0,0052	0,0024	-0,0185	0,3284	0,4491
LOCALIZA	0,0027	0,0262	-0,0261	0,0911	0,1676
OBRASCON	0,0008	0,6838	0,0075	0,6568	0,0387
RENAR	0,0034	0,0835	-0,0265	0,0448	0,2050
ABYARA	0,0122	0,1008	-0,0467	0,4579	0,1779
BANKNOTE	-0,0003	0,9424	-0,0236	0,3112	0,2717
BRASCAN	0,0168	0,1158	-0,0442	0,4982	0,1865
ECODIESEL	-0,0051	0,6943	-0,0110	0,8814	0,0857
BRASILAGRO	0,0009	0,5533	-0,0059	0,5022	0,0509
CSU	0,0072	0,2965	0,0164	0,6626	0,2994
EMBRAER	0,0009	0,3302	-0,0060	0,6923	0,0291
EQUATORIAL	0,0010	0,3214	-0,0026	0,7071	0,0480
KLABIN SEGALL	0,0110	0,0956	-0,0322	0,3709	0,2063
LPS	-0,0487	0,0021	0,0205	0,7665	0,6829
LUPATECH	-0,0024	0,4836	-0,0200	0,4162	0,2178
M.DIAS	0,0031	0,0489	-0,0074	0,4301	0,2633
MEDIAL	0,0031	0,2951	-0,0160	0,4018	0,0893
MMX	0,0119	0,5102	-0,3588	0,0124	0,5422
ODONTOPREV	0,0096	0,2065	-0,0217	0,6376	0,1899
TOTVS	0,0071	0,1250	-0,0204	0,5204	0,1894
PROFARMA	0,0055	0,2208	-0,0136	0,6262	0,1825
CYRELA	0,0015	0,3036	0,0043	0,7783	0,0539
MÉDIA RES. SIG.	0,0000		-0,0263		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Cerca de 35% das companhias do Novo Mercado apresentaram resultados significativos para a tendência do EVA%, sendo elas; CPFL, CCR, Dasa, Energias Br, Ideiasnet, Light, Localiza, Klabin Segall, LPS, M. Dias e Renar. Diferentemente das demais, a LPS apresentou tendência de queda no índice, demonstrando assim um desempenho econômico decrescente ao longo dos períodos, no entanto nota-se também que o coeficiente de determinação apresentado supera os demais.

Os β 's estimados para a crise demonstram que o desempenho econômico, quando mensurado pelo EVA%, foi afetado em apenas 4 das 11 companhias com resultados significativos para a tendência, e de forma negativa, ocasionando em média, uma redução do índice de 2,63% a cada

período. Nota-se também, e levando-se em consideração a proporção de observações em períodos de não crise e as observações do período de crise, que em média tais resultados são substancialmente maiores do que a tendência de crescimento observada quando se exclui o período de recessão.

Analisando as companhias de todos os níveis de governança corporativa, o índice de desempenho margem líquida mostrou-se significativo em 17 do total de 64 companhias analisadas, relatando uma tendência de crescimento do índice em 65% destas e a tendência de queda no restante. Já a tendência do índice retorno sobre o patrimônio líquido apresentou resultados significativos em 19 companhias, sendo estes positivos em 79%, indicando evolução do índice ao longo do período.

O EVA% foi o índice de desempenho econômico cuja tendência mostrou-se significativa num maior número de companhias, identificando-se um comportamento contínuo em 28 das 64 empresas da amostra. Este também foi o índice cujos parâmetros foram positivos na maior parte das observações, isto pois, verifica-se um avanço positivo do índice em 93% destas.

Tabela 24: Análise da tendência dos índices de Desempenho Econômico

	Margem Líquida			Retorno sobre o PL			EVA %		
	Res. Sig.	Res. Sig. (%)	(+)	Res. Sig.	Res. Sig. (%)	(+)	Res. Sig.	Res. Sig. (%)	(+)
N 1	9	42,8%	77,8%	6	27,3%	83,3%	12	54,5%	100%
N 2	2	20%	50%	4	44,5%	75%	5	50%	80%
NM	6	19,3%	33,3%	9	28,1%	77,8%	11	34,4%	91%
Total	17	26,6%	58,8%	19	29,7%	23,4%	28	43,75%	92,8%

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Conforme exposto, em relação à análise da tendência dos índices de desempenho econômico, verificou-se menos resultados significativos para os índices utilizados na pesquisa. No entanto, conforme a tendência dos índices de intangibilidade, verificou-se a presença de mais resultados significativos e positivos no Nível 1 de Governança Corporativa, fato este visualizado na análise da tendência dos 3 índices em questão; a margem líquida, o retorno sobre o patrimônio líquido e o EVA %. Assim, constatou-se que quanto maior o nível de evidenciação menos resultados significativos e positivos são encontrados para a tendência dos índices de desempenho econômico, indicando que os níveis mais baixos de governança possuem mais companhias cujos índices de desempenho econômico encontram-se em crescimento ao longo do período de estudo.

4.3- Avaliação do impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico das empresas.

Esta etapa do estudo consiste na quantificação do impacto dos índices de intangibilidade nos índices de desempenho econômico através dos métodos de mínimos quadrados. As regressões lineares geradas pelo software eviews possuem como variável dependente o desempenho econômico e como variáveis independentes, o nível de intangibilidade da empresa e a variável dummy utilizada para relatar os períodos de crise econômica, visto que, esta última afetou significativamente os índices de intangibilidade, conforme descrito anteriormente, e possivelmente também os índices de desempenho econômico.

Os índices de intangibilidade utilizados na pesquisa são: o grau de intangibilidade e o “Q” Aproximados e os índices de desempenho econômico utilizados são: o EVA, o retorno sobre o patrimônio líquido e a margem líquida.

4.3.1- Avaliação do impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico das empresas de acordo com o Nível de Governança Corporativa que ocupam

Os quadros a seguir descrevem os impactos dos índices de intangibilidade nos índices de desempenho econômico das empresas do Novo Mercado de Governança Corporativa e as respectivas significâncias das regressões estimadas, sendo organizados da seguinte forma; primeiro descreve-se a relação do grau de intangibilidade com os índices de desempenho (EVA%, ML, ROE) e posteriormente descreve-se a relação destes últimos com o “Q” aproximado, ressaltando-se que a variável independente é sempre o índice de intangibilidade.

- Nível 1 de Governança Corporativa

Tabela 25: Impacto do Grau de Intangibilidade no EVA% das empresas do Nível 1

EMPRESAS	GI		EVA %		
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
BRASIL TELECOM	0,0128	0,0668	-0,0069	0,4491	0,0979
CTEEP	0,0242	0,1953	0,0203	0,2534	0,1090
ULTRAPAR	-0,0014	0,9307	0,0323	0,0818	0,0160
BRADESPAR	0,0364	0,0323	0,0857	0,0307	0,0971
SADIA	0,0126	0,0273	-0,2682	0,0000	0,7006
ARACRUZ	0,0328	0,0167	-0,2081	0,0000	0,4124
BRASKEM	0,0134	0,5626	-0,0717	0,0374	0,0998
ELETRORBRAS	-0,1527	0,2749	0,0620	0,0016	0,0840
CESP	0,0167	0,4961	-0,0294	0,1242	0,0263
CEMIG	0,0189	0,0397	0,0198	0,0057	0,0954
COPEL	0,0389	0,1469	0,0322	0,0010	0,0814
DURATEX	0,0138	0,2588	0,0530	0,0213	0,0629
GERDAU	0,0080	0,4605	0,0151	0,3039	0,0093
KLABIN	0,0237	0,0669	-0,0248	0,2710	0,0363
GERDAU MET	0,0124	0,0420	0,0078	0,2822	0,0491
PARANAPANEMA	0,0000	0,9690	-0,0186	0,2924	0,0075
RANDON	0,0223	0,0002	0,0376	0,0001	0,3486
ALPARGATAS	0,0069	0,6238	0,0669	0,0127	0,0526
SUZANO	0,0196	0,6043	-0,0467	0,0114	0,0783
UNIPAR	0,0245	0,2229	-0,0038	0,8641	0,0603
USIMINAS	0,0171	0,1529	0,0114	0,4977	0,0278
VALE R DOCE	0,0139	0,3714	0,0597	0,1183	0,0498
MÉDIA RES. SIG.	0,0215		-0,0666		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

No Nível 1, o EVA percentual mostrou-se significativo e positivo em apenas 8 companhias, demonstrando que o índice foi afetado nessas firmas ao longo dos períodos em análise pelo grau de intangibilidade. A quantificação destes impactos é representada pelo valor do β_1 , enquanto o β_2 representa a variável dummy para a crise econômica mundial, no intuito de absorver os seus efeitos na regressão estimada.

Assim, em média, o índice de desempenho em questão cresce cerca de 2,1% a cada unidade de aumento do índice grau de intangibilidade, ou seja, os intangíveis geraram impactos positivos nas empresas do nível 1 cujos resultados foram estatisticamente significativos.

A crise imobiliária também impactou as relações entre os intangíveis e o índice de desempenho exposto de 62,5% das companhias . Outro fator foco de atenção é que esta relação foi afetada positivamente em 3 das 5 companhias afetadas pela crise, o que identifica um fortalecimento da relação entre o grau de intangibilidade e o EVA%. Assim, pode-se dizer que para estas companhias, Bradespar, Cemig e Random, a capacidade dos ativos intangíveis de agregar valor para a companhia se intensifica no período de crise econômica, ressaltando ainda mais o caráter estratégico dos mesmos.

Tabela 26: Impacto do Grau de Intangibilidade na Margem Líquida das empresas do Nível 1

<i>GI</i>	<i>Margem Líquida</i>				
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
EMPRESAS					
BRASIL TELECOM	0,0349	0,0327	-0,0499	0,0340	0,1218
CTEEP	0,2181	0,1084	-0,0177	0,9172	0,1470
ULTRAPAR	-0,0190	0,1937	-0,0446	0,0000	0,2441
BRADESPAR					
SADIA	0,0195	0,0920	-0,5315	0,0000	0,7649
ARACRUZ	0,3250	0,0032	-2,4500	0,0000	0,8082
BRASKEM	0,0341	0,6021	-0,2138	0,0133	0,1342
ELETROBRAS	7,7405	0,4984	0,2750	0,1594	0,0359
CESP	0,4488	0,3652	-1,1225	0,0288	0,0567
CEMIG	0,1057	0,2231	-0,0219	0,5266	0,0535
COPEL	0,3336	0,0111	0,0308	0,3287	0,2180
DURATEX	0,0386	0,0000	0,0403	0,0035	0,6653
GERDAU	0,0324	0,0010	-0,0504	0,0002	0,5657
KLABIN	0,0768	0,3967	-0,3564	0,0024	0,1531
GERDAU MET	0,0155	0,0026	-0,0319	0,0000	0,5586
PARANAPANEMA	0,0000	0,7206	0,0813	0,2826	0,0183
RANDON	0,0190	0,0055	0,0294	0,0225	0,4691
ALPARGATAS	0,0073	0,4541	0,0226	0,3889	0,0299
SUZANO	-0,0339	0,6490	-0,3836	0,0003	0,3757
UNIPAR	0,0269	0,1348	-0,1157	0,0000	0,6974
USIMINAS	0,1057	0,0766	-0,0013	0,9840	0,2009
VALE R DOCE	-0,0313	0,3964	-0,0786	0,5142	0,0266
MÉDIA RES. SIG.	0,1027		-0,4349		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Em relação à influência do grau de intangibilidade no desempenho da margem líquida, esta mostrou-se significativa em 9 companhias, ou seja, cerca de 40% das companhias listadas neste nível de governança corporativa. Todos os parâmetros significativos foram positivos, sendo ainda que, em média, o crescimento do índice de intangibilidade em questão em uma unidade provoca um crescimento de 10,27% na margem líquida destas empresas.

Quanto à interferência da crise no comportamento da margem líquida, verificou-se que, entre os resultados significativos, esta afetou quase 80% das empresas, sendo negativo em todas, exceto no caso da empresa Duratex, onde a relação dos índices teve um relativo crescimento no período de crise relatado pela variável dummy, o que aumenta a dependência da margem líquida ao grau de intangibilidade. Destaca-se também a empresa Aracruz, cuja relação dos índices sofreu a maior queda durante os 3 últimos trimestres da análise, cerca de 2,45 unidades a cada trimestre, sendo que tal situação pode ser explicada pois, neste período, a queda do índice de desempenho foi proporcionalmente maior do que a queda do índice de intangibilidade. Esta mesma companhia apresenta o maior coeficiente de determinação, com um percentual de ajuste da regressão estimada em 80% comparado ao comportamento real dos dados.

Tabela 27: Impacto do Grau de Intangibilidade no Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas do Nível 1

GI	<i>Retorno sobre o Patrimônio Líquido</i>				
EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
BRASIL TELECOM	0,0220	0,0002	-0,0294	0,0055	0,2803
CTEEP	0,0220	0,0325	0,0062	0,6199	0,2572
ULTRAPAR	-0,0115	0,2618	-0,0233	0,0007	0,1603
BRADESPAR	0,0375	0,1561	0,0660	0,1877	0,0508
SADIA	-0,0238	0,8168	-2,1368	0,0290	0,5421
ARACRUZ	0,1636	0,2001	-1,5189	0,0043	0,4784
BRASKEM	0,0146	0,8353	-0,1839	0,0876	0,0191
ELETRORBRAS	-0,0020	0,9648	0,0172	0,0025	0,0955
CESP	0,0314	0,3763	-0,0889	0,0288	0,0649
CEMIG	0,0319	0,0826	-0,0099	0,1777	0,1179
COPEL	0,0610	0,0018	0,0026	0,5914	0,2893
DURATEX	0,0110	0,0000	0,0109	0,0670	0,6171
GERDAU	0,0199	0,0519	-0,0472	0,0000	0,3824
KLABIN	0,0034	0,9313	-0,1209	0,0074	0,0482
GERDAU MET	0,0192	0,0905	-0,0573	0,0000	0,3770
PARANAPANEMA	-0,0151	0,1062	0,0193	0,9406	0,2460
RANDON	0,0215	0,0799	0,0031	0,8929	0,2592
ALPARGATAS	-0,0019	0,7008	0,0171	0,3016	0,0409
SUZANO	-0,0172	0,4449	-0,1016	0,0004	0,3225
UNIPAR	0,0212	0,0791	-0,1068	0,0000	0,7927
USIMINAS	0,0320	0,3613	-0,0212	0,5266	0,0721
VALE R DOCE	0,0083	0,3656	-0,0052	0,8521	0,0608
MÉDIA RES. SIG.	0,0255		-0,0460		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O retorno sobre o patrimônio líquido teve o impacto significativo do grau de intangibilidade em 9 empresas, e assim como nos índices anteriores, os parâmetros observados foram positivos,

gerando assim, uma média de 0,025, valor este que representa a variação do índice de desempenho como resposta à variação em uma unidade do índice de intangibilidade.

Este índice de desempenho foi afetado pela crise econômica em 55% dos resultados significativos, observando-se ainda que, na companhia Duratex o índice mostra-se positivo, indicando uma maior influência dos intangíveis no seu desempenho econômico.

De forma geral, pode-se observar que, das companhias listadas no nível 1 de governança corporativa 60% apresentaram impactos estatisticamente significativos do grau de intangibilidade em pelo menos um dos índices de desempenho econômico, ressaltando-se ainda que em 3 destas companhias, houve um impacto significativo do índice de intangibilidade em todos os índices de desempenho econômico.

Todos os coeficientes significativos encontrados são positivos, o que permite a afirmação em relação ao Nível 1, em concordância com a teoria de Lev (2001), que atribui aos ativos intangíveis o papel de condutor valor nas empresas, o grau de intangibilidade afeta positivamente o desempenho econômico destas empresas. Interpretando os resultados encontrados, a cada aumento em uma unidade do grau de intangibilidade, em média, os índices de desempenho econômico são afetados da seguinte forma; o EVA% tende a aumentar 2,15%, a Margem líquida aumenta 10,27% e o retorno sobre o ativo aumenta 2,5%, lembrando-se ainda que uma unidade de aumento no grau de intangibilidade implica em um crescimento de 100% do valor de mercado em relação ao valor contábil.

Tabela 28: Impacto do “Q” Aproximado no EVA% das empresas do Nível 1
“Q” aproximado EVA%

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
BRASIL TELECOM	0,0349	0,0918	-0,0048	0,6651	0,0726
CTEEP	0,0315	0,1567	0,0183	0,2955	0,1145
ULTRAPAR	-0,0039	0,9171	0,0325	0,0744	0,0162
BRADSPAR	0,0389	0,0300	0,0918	0,0290	0,0972
SADIA	0,0738	0,0537	-0,1952	0,0000	0,6465
ARACRUZ	0,0640	0,2614	-0,1328	0,0055	0,3245
BRASKEM	0,1299	0,0824	-0,0727	0,0221	0,1291
ELETRORBRAS	-0,1265	0,4537	0,0606	0,0038	0,0695
CESP	0,0566	0,3630	-0,0259	0,1968	0,0302
CEMIG	0,0537	0,1062	0,0246	0,0034	0,0633
COPEL	0,0581	0,3721	0,0390	0,0036	0,0571
DURATEX	0,0226	0,2931	0,0531	0,0240	0,0550
GERDAU	0,0101	0,7813	0,0108	0,4260	0,0035
KLABIN	0,0597	0,2439	-0,0199	0,3691	0,0229
GERDAU MET	-0,0033	0,9503	0,0018	0,8072	0,0004
PARANAPANEMA	0,0572	0,1571	0,0204	0,5645	0,0493
RANDON	0,0698	0,0007	0,0334	0,0004	0,3337
ALPARGATAS	0,0084	0,6959	0,0659	0,0133	0,0503
SUZANO	0,0014	0,1344	-0,0691	0,0009	0,1073
UNIPAR	0,0372	0,3901	-0,0108	0,5675	0,0374
USIMINAS	0,0297	0,2938	0,0123	0,5453	0,0153
VALE R DOCE	0,0198	0,6155	0,0521	0,2273	0,0331
MÉDIA RES. SIG.	0,0695		-0,0356		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

As regressões estimadas tendo como variável dependente o EVA% e como variáveis independentes o “Q” aproximado e a variável dummy, apresentaram menos resultados significativos do que os que relacionavam este mesmo índice de desempenho econômico com o grau de intangibilidade. Apenas 5 empresas, o que corresponde a 22,27% da amostra, demonstraram resultados significativos, sendo todos representados por valores positivos, indicando uma influencia positiva dos intangíveis no desempenho econômico.

A crise econômica afetou o índice de desempenho de 3 das 5 empresas com resultados significativos, ressaltando-se ainda que em 2 delas a variável dummy obteve coeficiente positivo, demonstrando que no período de crise o “Q” aproximado influenciou o crescimento do desempenho econômico em maior proporção comparado aos trimestres anteriores. Quanto aos coeficientes de determinação, apenas a Sadia apresentou um valor superior a 60%, sendo todos os outros inferiores a 40%.

Tabela 29: Impacto do “Q” Aproximado na Margem Líquida das empresas do Nível 1
 “Q”aproximado *Margem Líquida*

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
BRASIL TELECOM	0,1146	0,0141	-0,0534	0,0257	0,1217
CTEEP	0,2912	0,0587	-0,0413	0,7975	0,1669
ULTRAPAR	0,0172	0,4615	-0,0416	0,0002	0,1985
BRADESPAR					
SADIA	0,0579	0,1998	-0,4176	0,0000	0,7186
ARACRUZ	0,3924	0,3273	-1,7663	0,0003	0,6592
BRASKEM	0,3426	0,1140	-0,2157	0,0051	0,1673
ELETROBRAS	5,6655	0,5913	0,3889	0,0916	0,0161
CESP	0,4528	0,6222	-1,0494	0,0552	0,0468
CEMIG	0,3973	0,1908	0,0053	0,9186	0,0450
COPEL	0,8283	0,0209	0,1145	0,0245	0,2214
DURATEX	0,0705	0,0000	0,0428	0,0043	0,6441
GERDAU	0,0886	0,0079	-0,0595	0,0001	0,5181
KLABIN	0,1514	0,5819	-0,3474	0,0104	0,1348
GERDAU MET	0,0347	0,1924	-0,0398	0,0000	0,4032
PARANAPANEMA	0,0483	0,7183	0,1150	0,3422	0,0216
RANDON	0,0562	0,0151	0,0248	0,0562	0,4012
ALPARGATAS	0,0066	0,6650	0,0208	0,4300	0,0176
SUZANO	-0,0499	0,7586	-0,3780	0,0003	0,3737
UNIPAR	0,0768	0,0740	-0,1165	0,0000	0,7228
USIMINAS	0,1623	0,1949	-0,0016	0,9843	0,0907
VALE R DOCE	-0,0049	0,9562	-0,0241	0,8456	0,0014
MÉDIA RES. SIG.	0,2180		-0,0079		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Já em relação à influência do “Q” aproximado na margem líquida, 32% das empresas do nível 1 apresentaram resultados significativos, e assim como nas análises anteriores, todos foram positivos, indicando influência positiva dos intangíveis no desempenho das companhias. Em média, o aumento do índice de intangibilidade em questão acarreta o crescimento da margem líquida em 0,22 unidades, ressaltando-se a companhia Copel, cujo valor encontrado do β_1 foi o mais alto.

Ainda dentre as 7 companhias com resultados significativos, apenas a margem líquida de uma delas não sofreu interferência da crise, sendo ainda que em 3 empresas o impacto do índice de intangibilidade no desempenho econômico foi afetado positivamente.

Tabela 30: Impacto do “Q” Aproximado no Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas do Nível 1

“Q” aproximado	Retorno sobre o Patrimônio Líquido				
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
EMPRESAS					
BRASIL TELECOM	0,0698	0,0001	-0,0304	0,0052	0,2601
CTEEP	0,0288	0,0119	0,0043	0,7113	0,2776
ULTRAPAR	0,0074	0,6896	-0,0215	0,0037	0,1128
BRADESPAR	0,0421	0,1547	0,0735	0,1763	0,0553
SADIA	0,1765	0,4130	-2,2790	0,0002	0,5413
ARACRUZ	0,2952	0,3626	-1,1490	0,0017	0,4296
BRASKEM	0,1739	0,4149	-0,1837	0,0648	0,0210
ELETROBRAS	-0,0075	0,8570	0,0175	0,0024	0,0962
CESP	0,0242	0,7212	-0,0839	0,0504	0,0552
CEMIG	0,1219	0,0677	-0,0017	0,8748	0,1024
COPEL	0,1376	0,0024	0,0169	0,0411	0,2431
DURATEX	0,0201	0,0000	0,0116	0,0663	0,5922
GERDAU	0,0574	0,0908	-0,0523	0,0000	0,3704
KLABIN	-0,0083	0,9424	-0,1229	0,0215	0,0481
GERDAU MET	0,0917	0,0700	-0,0677	0,0000	0,3523
PARANAPANEMA	0,3119	0,6987	0,5363	0,5378	0,0024
RANDON	0,0501	0,2313	-0,0067	0,7856	0,1471
ALPARGATAS	-0,0056	0,4543	0,0163	0,3241	0,0525
SUZANO	-0,0361	0,4761	-0,0999	0,0003	0,3235
UNIPAR	0,0648	0,0236	-0,1066	0,0000	0,8226
USIMINAS	0,0202	0,7595	-0,0297	0,4738	0,0190
VALE R DOCE	0,0220	0,3404	-0,0002	0,9953	0,0740
MÉDIA RES. SIG.	0,0740		-0,0381		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

De acordo com os resultados obtidos pelas regressões lineares, cerca de 36% das empresas do nível 1 tem o índice de desempenho retorno sobre o patrimônio líquido influenciado positivamente pelo índice de intangibilidade “Q” aproximado. Dentre estas companhias 75% sofreram interferência da crise econômica mundial, 50% de forma negativa e 25% de forma positiva.

Em média, o índice “Q” aproximado impacta positivamente o índice de retorno sobre o patrimônio líquido em 7%, observando-se ainda que com a crise este impacto decresce em média 3%..

Analisando-se em conjunto a relação de todos os índices de desempenho econômico com o índice de intangibilidade “Q” aproximado, 12 das 22 empresas listadas apresentaram relação significativa com pelo menos um dos índices de desempenho econômico. Assim como no índice de intangibilidade anterior, a associação dos intangíveis com os índices de desempenho mostrou-

se significativa em um número maior de empresas em se tratando dos índices Margem Líquida e Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

- Nível 2 de Governança Corporativa

Algumas companhias não apresentaram todos os dados necessários para o cálculo dos índices, e devido a esta insuficiência a análise da influência dos índices de intangibilidade nos índices de desempenho econômico do Nível 2 de Governança Corporativa foi realizada em 9 companhias, excluindo-se a empresa Anhanguera devido à escassez de observações dos índices de intangibilidade ao longo do período de estudo, conforme segue.

Tabela 31: Impacto do Grau de Intangibilidade no EVA% das empresas do Nível 2

EMPRESAS	GI		EVA %		
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
ALL AMERICA	-0,0003	0,9071	-0,0103	0,0862	0,1125
GOL	0,0148	0,0035	-0,1130	0,0130	0,7147
UOL	-0,0061	0,3773	-0,0126	0,4281	0,1231
TERNA	0,0117	0,5173	-0,0009	0,9247	0,1302
CELESC	0,0288	0,0289	-0,0138	0,0015	0,0995
ELETROPAULO	0,0187	0,2903	0,0295	0,0011	0,1584
MARCOPOLO	0,0159	0,0030	0,0113	0,1514	0,0849
SARAIVA	0,0207	0,2929	0,0396	0,1014	0,0444
TAM	0,0000	0,9939	-0,1728	0,0005	0,5694
MÉDIA RES. SIG.	0,01979		-0,03849		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Um terço das companhias apresentou resultados significativos e positivos, sendo que, em média o aumento do grau de intangibilidade em uma unidade implica num provável aumento do EVA% em 2%. Quanto ao poder de explicação dos intangíveis no desempenho a empresa Gol assume papel de destaque com um coeficiente de determinação de 71,47%.

Neste caso observa-se ainda que a média dos impactos da crise supera a média dos impactos significativos do grau de intangibilidade no EVA%, o que representa uma anulação do efeito dos intangíveis no desempenho econômico das companhias. Cabe ressaltar que esta média sofreu grande interferência do valor encontrado para a variável dummy da empresa Gol, cujo impacto da crise no desempenho foi o maior observado.

Tabela 32: Impacto do Grau de Intangibilidade na Margem Líquida das empresas do Nível

GI	2				
	<i>Margem Líquida</i>				
EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
ALL AMERICA	-0,0088	0,0496	-0,0461	0,0135	0,2532
GOL	0,0226	0,0041	-0,1643	0,0302	0,6382
UOL	-0,0106	0,1167	-0,0180	0,1788	0,3409
TERNA	-0,0092	0,6713	-0,0099	0,4708	0,1142
CELESC	0,1079	0,0809	-0,0377	0,0119	0,0665
ELETROPAULO	0,0370	0,3014	0,0755	0,0012	0,1401
MARCOPOLO	0,0034	0,6201	0,0022	0,8377	0,0028
SARAIVA	0,0296	0,4385	0,0524	0,2331	0,0229
TAM	-0,0269	0,6635	-1,1489	0,0460	0,1091
MÉDIA RES. SIG.	0,0406		-0,0827		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Na tabela 31 pode-se visualizar um impacto significativo do grau de intangibilidade na margem líquida das companhias do nível 2 em 33,33% da amostra, sendo que em uma destas observações, no caso a empresa All América, este impacto foi negativo. Conforme a teoria de Lev (2001) a presença de intangíveis agrega valor às companhias e afetam o desempenho das mesmas, por isso presume-se que o desempenho decrescente da empresa em questão é decorrente de outros fatores e não do crescimento do índice de intangibilidade.

Cabe ressaltar também que os índices de desempenho econômico são derivados do lucro, sendo que este pode ser afetado negativamente dado o investimento em ativos intangíveis, possibilitando assim uma situação inversa entre os índices de intangíveis e os índices de desempenho.

Quanto à interferência da crise na relação dos índices, esta mostrou-se mais uma vez negativa, afetando todos os resultados significativos provocando assim, em média uma queda de 0,08 no impacto dos intangíveis sobre o desempenho.

Tabela 33: Impacto do Grau de Intangibilidade no Patrimônio Líquido das empresas do Nível 2

GI	Retorno sobre o Patrimônio Líquido				
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
EMPRESAS					
ALL AMERICA	-0,0210	0,1553	-0,1454	0,0163	0,1901
GOL	0,0393	0,0022	-0,1197	0,1066	0,6936
UOL	-0,0526	0,0522	-0,0729	0,1860	0,4341
TERNA	-0,0398	0,8407	-0,1427	0,2606	0,3419
CELESC	1,8543	0,2257	-0,6643	0,2087	0,0568
ELETROPAULO	0,0610	0,2462	0,1288	0,0005	0,1851
MARCOPOLO	0,0069	0,3409	0,0022	0,8430	0,0129
SARAIVA	0,0571	0,1363	0,1024	0,0487	0,0677
TAM	0,0004	0,9410	-0,2008	0,0098	0,3765
MÉDIA RES. SIG.	-0,0066		0,0000		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

No retorno sobre o patrimônio líquido, o impacto do grau de intangibilidade mostrou-se significativo em apenas 2 companhias, o que representa 22,22% da amostra. Assim como no índice anterior, uma destas companhias relatou uma relação inversa dos dois índices, a empresa UOL, o que pode ser explicado pelos mesmos fatores descritos, no entanto para tal afirmação é preciso uma análise mais profunda nas demonstrações da empresa. As duas companhias não apresentaram resultados significativos para a variável dummy, o que indica também a não interferência da crise.

Resumindo-se os resultados encontrados, pode-se concluir que o índice grau de intangibilidade afetou ao menos um dos índices de desempenho de 55,56% das companhias do Nível 2, obtendo relação positiva e significativa para os 3 índices de desempenho econômico da empresa Gol.

Tabela 34: Impacto do “Q” aproximado no EVA% das empresas do Nível 2

“Q” aproximado	EVA %				
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
EMPRESAS					
ALL AMERICA	-0,0019	0,7994	-0,0110	0,0947	0,1148
GOL	0,0252	0,0010	-0,1175	0,0086	0,7371
UOL	-0,0077	0,5203	-0,0119	0,5093	0,0799
TERNA	0,0399	0,1783	0,0011	0,8808	0,2754
CELESC	-0,0479	0,5146	-0,0123	0,0065	0,0290
ELETROPAULO	0,1606	0,2020	0,0342	0,0023	0,2092
MARCOPOLO	0,0468	0,0061	0,0092	0,1983	0,0741
SARAIVA	-0,0286	0,4079	0,0088	0,6253	0,0258
TAM	-0,0086	0,7265	-0,1769	0,0005	0,5714
MÉDIA RES. SIG.	0,0360		-0,1175		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Ainda em se tratando do nível 2, mas da relação do índice de intangibilidade “Q” aproximado com o EVA%, apenas 2 empresas apresentam uma influência significativa, a Gol e a Marcopolo, sendo positiva em ambas, revelando uma média de 3,6% de aumento no índice de desempenho a cada aumento em uma unidade do índice de intangibilidade.

Dentre estas companhias, a relação de índices da Gol foi impactada ainda pela crise econômica nos últimos 3 trimestres da pesquisa, afetando negativamente o crescimento do índice de desempenho em função de intangibilidade em 1,17%.

Tabela 35: Impacto do “Q” aproximado na Margem Líquida das empresas do Nível 2
“Q” aproximado *Margem Líquida*

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
ALL AMERICA	-0,0293	0,0898	-0,0489	0,0220	0,2306
GOL	0,0368	0,0030	-0,1750	0,0230	0,6489
UOL	-0,0153	0,1884	-0,0191	0,2287	0,2859
TERNA	-0,0035	0,9052	-0,0066	0,5400	0,0941
CELESC	-0,2164	0,4665	-0,0336	0,0743	0,0181
ELETROPAULO	0,2803	0,2788	0,0834	0,0021	0,1534
MARCOPOLO	-0,0037	0,8884	0,0004	0,9689	0,0004
SARAIVA	-0,0840	0,2132	-0,0105	0,7353	0,0361
TAM	-0,9957	0,2599	-1,5644	0,0524	0,2345
MÉDIA RES. SIG.	0,0038		-0,1119		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

No índice de desempenho margem líquida, o “Q” aproximado provocou impacto estatisticamente significativo em 2 empresas, o que representa cerca de 22,22% das empresas do nível 2 que apresentaram dados suficientes para a pesquisa. Nota-se que ambas tiveram suas equações afetadas também pela crise de forma negativa.

Tabela 36: Impacto do “Q” aproximado no Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas do Nível 2

EMPRESAS	“Q” aproximado		Margem Líquida		
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
ALL AMERICA	-0,0689	0,2101	-0,1514	0,0226	0,1788
GOL	0,0627	0,0022	-0,1418	0,0495	0,7064
UOL	-0,0766	0,1031	-0,0796	0,2265	0,3738
TERNA	0,0288	0,9186	-0,1211	0,2303	0,3393
CELESC	6,038	0,3553	-0,1795	0,3181	0,0338
ELETROPAULO	0,4678	0,2265	0,1421	0,0009	0,2041
MARCOPOLO	0,0108	0,6701	0,0004	0,9721	0,0033
SARAIVA	-0,0468	0,511	0,0316	0,3959	0,0236
TAM	0,0019	0,9625	-0,2008	0,0092	0,3765
MÉDIA RES. SIG.	0,0627		-0,1418		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Apenas a empresa Gol obteve relação significativa do índice de intangibilidade em questão e o Retorno sobre o patrimônio líquido, ressaltando-se ainda a significância de todas as equações desta companhia, ou seja, relação entre a presença de intangíveis e o desempenho econômico.

Em suma 33,33% das empresas em análise do Nível 2 apresentaram uma relação entre o “Q” aproximado e algum dos índices utilizados para mensurar o desempenho econômico, são elas: All América, Gol, e Marcopolo.

- Novo Mercado de Governança Corporativa

Na verificação do impacto do grau de intangibilidade no EVA% das empresas do Novo Mercado verificou-se um comportamento atípico e divergente da teoria acerca dos ativos intangíveis. Cerca de 28% das companhias apresentaram relações significativas para a variável de desempenho, sendo que, destas, 89% obtiveram relação negativas.

Tabela 37: Impacto do Grau de Intangibilidade no EVA% das empresas do Novo Mercado

GI	EVA%				
EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
TRACTEBEL	0,0100	0,1042	-0,0196	0,0099	0,1150
IDEIASNET	0,0279	0,0232	0,1901	0,0013	0,1543
SAO CARLOS	0,0168	0,3849	0,0725	0,0128	0,0436
CPFL	-0,0021	0,8905	0,0235	0,0407	0,0683
CCR	0,0005	0,8297	0,0289	0,0132	0,0475
DASA	-0,0121	0,0064	-0,0284	0,0348	0,1970
NATURA	-0,0027	0,1817	-0,0081	0,5310	0,0631
GRENDENE	0,0011	0,8730	0,0381	0,0479	0,1820
COSAN	-0,0106	0,0065	-0,0638	0,0013	0,3292
ENERGIAS BR	-0,1106	0,0009	-0,0182	0,2353	0,4522
LIGHT	-0,0153	0,3112	0,0327	0,3440	0,0984
LOCALIZA	0,0017	0,5011	0,0017	0,9026	0,0346
OBRASCON	-0,0208	0,0696	-0,0192	0,3956	0,1595
RENAR	0,0133	0,1411	-0,0091	0,2142	0,0761
ABYARA	0,0103	0,3179	0,0695	0,2877	0,0885
BANKNOTE	-0,0006	0,9628	-0,0260	0,3468	0,2715
BRASCAN	-0,0853	0,0384	-0,0943	0,2093	0,3664
ECODIESEL	0,0026	0,8970	-0,0299	0,6064	0,0683
BRASILAGRO	0,0170	0,3698	0,0055	0,3741	0,0987
CSU	-0,0218	0,0125	0,0040	0,8510	0,3712
EMBRAER	-0,0007	0,1415	0,0073	0,6315	0,0148
EQUATORIAL	-0,0313	0,1286	-0,0126	0,0815	0,1123
KLABIN SEG.	-0,0512	0,1170	-0,0650	0,2377	0,2543
LPS	-0,0004	0,7316	-0,2009	0,1150	0,4260
LUPATECH	-0,0038	0,2321	-0,0406	0,0222	0,2571
M.DIAS	-0,0138	0,0449	-0,0073	0,4086	0,3568
MEDIAL	-0,0199	0,0488	-0,0410	0,1283	0,3054
MMX	0,0016	0,6752	-0,2694	0,0159	0,5292
ODONTOPREV	-0,0026	0,8321	0,0196	0,6313	0,0672
TOTVS	0,0102	0,6502	0,0355	0,1637	0,0674
PROFARMA	0,0047	0,5064	0,0236	0,1652	0,0615
CYRELA	0,0073	0,4629	0,0318	0,1232	0,0518
MÉDIA RES. SIG	-0,0297		0,0326		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Outro fator de atenção é o caso da companhia Ideiasnet, a única companhia que apresentou uma relação de impacto positivo dos intangíveis no desempenho, e, além disso, esta relação de índices foi afetada positivamente durante o período de crise, o que pode ser interpretado como um crescimento ainda maior do EVA% dada determinada variação do grau de intangibilidade neste período. Já nas 8 empresas restantes, todas com β 's negativos, apenas duas apresentaram variável dummy significativa.

Tabela 38: Impacto do Grau de Intangibilidade na Margem Líquida das empresas do Novo Mercado

GI EMPRESAS	Margem Líquida				
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
TRACTEBEL	0,0592	0,1092	-0,0623	0,0509	0,1044
IDEIASNET					
SAO CARLOS	-0,1226	0,7930	0,2189	0,7258	0,0020
CPFL	0,1496	0,1096	-0,1525	0,0077	0,2277
CCR					
DASA	-0,0155	0,1750	-0,0721	0,2234	0,0746
NATURA	0,0005	0,7956	-0,0111	0,3807	0,0508
GRENDENE	-0,0147	0,0673	0,1056	0,0089	0,4098
COSAN	0,0045	0,7874	-0,2192	0,0413	0,3371
ENERGIAS BR	0,0815	0,3911	0,0429	0,2973	0,0821
LIGHT	0,0039	0,9619	0,1924	0,3059	0,0567
LOCALIZA	0,0004	0,8379	-0,0554	0,0008	0,6498
OBRASCON	0,0003	0,9957	-0,0333	0,7774	0,0228
RENAR	0,0194	0,8668	-0,0500	0,7057	0,0086
ABYARA	-472,7560	0,4622	7402,9700	0,2866	0,1892
BANKNOTE	0,0302	0,0023	-0,0194	0,1854	0,7348
BRASCAN	-0,1446	0,2600	-0,4137	0,0897	0,4192
ECODIESEL	0,0983	0,6534	-0,0354	0,9546	0,0548
BRASILAGRO	-27,1477	0,6039	-17,7366	0,5690	0,0749
CSU	-0,0237	0,0097	0,0043	0,8422	0,7449
EMBRAER	-0,0022	0,0388	-0,0741	0,0000	0,2603
EQUATORIAL	0,0936	0,0863	0,0031	0,9187	0,3842
KLABIN SEG.	0,0276	0,6741	0,0006	0,9943	0,0385
LPS	-0,0091	0,0315	-0,6613	0,1125	0,7713
LUPATECH	-0,0223	0,1448	-0,2050	0,0131	0,3346
M.DIAS	-0,0222	0,2690	0,0516	0,2098	0,4184
MEDIAL	-0,0266	0,1152	-0,0745	0,0537	0,2194
MMX	2,3214	0,1849	47,9192	0,2257	0,2459
ODONTOPREV	0,0123	0,6457	0,0337	0,7327	0,0265
TOTVS	0,0470	0,1305	0,0716	0,1545	0,2244
PROFARMA	-0,0022	0,8397	0,0031	0,8919	0,0624
CYRELA	0,0200	0,2287	-0,1000	0,0131	0,2180
MÉDIA RES. SIG	0,0106		0,0157		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Em se tratando do impacto do grau de intangibilidade na margem líquida das companhias do novo mercado, assim como no índice anterior, algumas demonstraram resultados negativos, ou seja, um comportamento inverso dos dois índices. Apesar de 66% dos resultados significativos terem sido negativos, a média destes resultou em um impacto positivo dos intangíveis no desempenho econômico, devido à relevância dos valores de impacto positivo. Quanto à variável dummy, dentre os resultados significativos em análise, apenas um quarto das empresas foi afetada pela crise, ressaltando-se ainda a empresa Grendene, cuja relação entre o grau de intangibilidade e a margem líquida apresentou-se negativa ao longo dos trimestres e foi afetada positivamente e em maior proporção durante o período de crise. Em relação ao ajustamento dos

resultados significativos destacam-se também as companhias CSU e LPS, que apresentaram coeficientes de determinação acima de 70%.

Tabela 39: Impacto do Grau de Intangibilidade no Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas do Novo Mercado

GI EMPRESAS			ROE		(R^2)
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	
TRACTEBEL	0,0150	0,0447	-0,0059	0,2598	0,1663
IDEIASNET	0,0122	0,0175	0,0656	0,0077	0,1380
SAO CARLOS	0,0016	0,8747	0,0170	0,2145	0,0071
CPFL	0,0222	0,0285	-0,0055	0,2646	0,3238
CCR	-0,0491	0,0702	0,1116	0,1405	0,3987
DASA	-0,0063	0,1779	-0,0279	0,3328	0,0598
NATURA	0,0024	0,2419	0,0109	0,2553	0,0326
GRENDENE	0,0028	0,3431	0,0460	0,0054	0,3074
COSAN	0,0022	0,7796	-0,0476	0,0794	0,2188
ENERGIAS BR	0,0046	0,8126	0,0068	0,3327	0,0288
LIGHT	0,0992	0,2084	0,2316	0,1755	0,0153
LOCALIZA	0,0044	0,0008	-0,0194	0,0583	0,5635
OBRASCON	0,0015	0,8448	0,0046	0,7947	0,0063
RENAR	0,0104	0,5661	-0,0144	0,4190	0,0278
ABYARA	0,0043	0,5552	-0,0625	0,6875	0,0289
BANKNOTE	0,0113	0,0035	-0,0088	0,1335	0,6703
BRASCAN	-0,0241	0,0318	-0,0568	0,0247	0,4568
ECODIESEL	0,0633	0,1359	-0,1497	0,3250	0,5036
BRASILAGRO	0,0047	0,8423	-0,0032	0,6965	0,0797
CSU	-0,0223	0,0564	0,0428	0,2560	0,6755
EMBRAER	-0,0013	0,0561	-0,0397	0,0007	0,1398
EQUATORIAL	0,0291	0,3295	0,0262	0,1086	0,1710
KLABIN SEG.	-0,0090	0,4909	-0,0084	0,7194	0,0178
LPS	-0,2487	0,0265	-10,1331	0,3329	0,7478
LUPATECH	-0,0054	0,5331	-0,1825	0,0170	0,3344
M.DIAS	-0,0117	0,2254	0,0264	0,1784	0,4543
MEDIAL	-0,0206	0,0928	-0,0583	0,0424	0,2706
MMX	-0,0008	0,9614	-0,5706	0,1554	0,2040
ODONTOPREV	0,0033	0,6703	0,0162	0,5895	0,0593
TOTVS	0,0119	0,0717	0,0309	0,0294	0,3758
PROFARMA	-0,0031	0,8159	0,0023	0,9351	0,0546
CYRELA	0,0039	0,3461	-0,0148	0,1966	0,1008
MÉDIA RES. SIG	-0,0241		-0,0130		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O índice de desempenho econômico que obteve um maior número de resultados significativos quando relacionado ao grau de intangibilidade foi o retorno sobre o patrimônio líquido, fato observado em 37,5% da amostra. Dentre estas, metade das companhias demonstraram ter o índice de desempenho afetado positivamente pelo índice de intangibilidade, no entanto, em se tratando da média, esta foi negativa.

O impacto da crise econômica na relação dos índices ocorreu em 50% das empresas, e com exceção da empresa Ideiasnet, onde observa-se um aumento da influência do grau de intangibilidade no patrimônio líquido no período de recessão, mostrou-se negativo em todas as observações.

Quanto aos impactos do grau de intangibilidade no desempenho econômico, após análise em conjunto das regressões estimadas para os 3 índices utilizados; EVA%, Margem Líquida e Retorno sobre o ativo, verifica-se a presença de resultados significativos em aproximadamente 60% da amostra, e mostrando-se positivo em apenas 37% destes.

Tabela 40: Impacto do “Q” aproximado no EVA% das empresas do Novo Mercado

“Q” aproximado EMPRESAS	EVA%				(R^2)
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	
TRACTEBEL	0,0217	0,0912	-0,0151	0,0414	0,1282
IDEIASNET	0,0378	0,1820	0,1978	0,0120	0,0930
SAO CARLOS	0,0243	0,4142	0,0636	0,0034	0,0465
CPFL	0,0053	0,8877	0,0226	0,0392	0,0680
CCR	0,0166	0,0255	0,0311	0,0004	0,1719
DASA	-0,0250	0,0020	-0,0361	0,0098	0,2426
NATURA	-0,0070	0,1332	-0,0148	0,3969	0,1093
GRENDENE	0,0002	0,9835	0,0369	0,0562	0,1816
COSAN	-	-	-	-	-
ENERGIAS BR	-0,3467	0,0000	-0,0393	0,0000	0,6881
LIGHT	0,1360	0,2932	0,0695	0,0149	0,1477
LOCALIZA	0,0077	0,2613	0,0041	0,7144	0,0690
OBRASCON	-0,0316	0,1626	-0,0095	0,6268	0,0863
RENAR	0,0256	0,1007	-0,0092	0,0587	0,1003
ABYARA	-0,0204	0,4548	-0,0046	0,9291	0,0519
BANKNOTE	0,0039	0,8224	-0,0194	0,4792	0,2783
BRASCAN	-0,1562	0,0462	-0,0749	0,2810	0,4281
ECODIESEL	0,0015	0,9559	-0,0342	0,5197	0,0673
BRASILAGRO	0,0153	0,5061	0,0000	0,9990	0,1102
CSU	-0,0319	0,0362	0,0162	0,5009	0,3449
EMBRAER	-0,0479	0,0844	-0,0139	0,3984	0,0473
EQUATORIAL	-0,1215	0,0484	-0,0200	0,0580	0,3669
KLABIN SEG.	-0,0650	0,0899	-0,0288	0,2875	0,2277
LPS	0,0073	0,0222	-0,1101	0,2035	0,7326
LUPATECH	-0,0375	0,1385	-0,0927	0,0183	0,3050
M.DIAS	-0,0175	0,0378	-0,0020	0,8063	0,2303
MEDIAL	-0,0387	0,0315	-0,0434	0,1011	0,3250
MMX	-0,0160	0,4407	-0,3268	0,0115	0,5457
ODONTOPREV	-0,0041	0,8082	0,0182	0,6747	0,0683
TOTVS	0,0178	0,5421	0,0486	0,2180	0,0913
PROFARMA	0,0142	0,4314	0,0290	0,2047	0,0693
CYRELA	0,0064	0,6805	0,0294	0,1880	0,0281
MÉDIA RES. SIG	-0,0599		-0,0148		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Ainda no Novo Mercado, no entanto, relacionando os índices de desempenho econômico com o índice de intangibilidade “Q” aproximado, em se tratando da relação deste com o EVA%, cerca de 40% da amostra apresentou relações significativas entre os índices, porém destas 13 empresas, apenas 4 demonstram relações de impactos positivos, resultando assim em uma média dos impactos negativa e de 6%.

Conforme os resultados, a crise impactou negativamente na relação destes índices em 38% das companhias com β 's significativos, e em uma delas, obteve impacto positivo, o que interpretando, significa que, neste período de crise a variação em uma unidade do índice “Q” aproximado afetou o índice EVA% da empresa CCR em 0,03 unidades a mais que nos trimestres anteriores.

Tabela 41: Impacto do “Q” aproximado na Margem Líquida das empresas do Novo Mercado

“Q” aproximado EMPRESAS	Margem Líquida				
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
TRACTEBEL	0,1273	0,1024	-0,0352	0,2649	0,1148
IDEIASNET	-	-	-	-	-
SAO CARLOS	-0,1932	0,7819	0,2889	0,4717	0,0026
CPFL	0,5604	0,0418	-0,1604	0,0030	0,3532
CCR					
DASA	-0,0271	0,1502	-0,0738	0,1940	0,0682
NATURA	0,0035	0,2906	-0,0054	0,6701	0,0980
GRENDENE	-0,0237	0,0480	0,1010	0,0105	0,4147
COSAN	-	-	-	-	-
ENERGIAS BR	0,2538	0,2204	0,0613	0,1946	0,1283
LIGHT	0,5169	0,2581	0,2231	0,0137	0,1285
LOCALIZA	0,0040	0,4175	-0,0523	0,0002	0,6598
OBRASCON	0,1584	0,0078	0,0815	0,0975	0,1775
RENAR	0,0069	0,9733	-0,0360	0,7880	0,0050
ABYARA	-902,2710	0,3927	6515,8980	0,3526	0,1928
BANKNOTE	0,0410	0,0001	-0,0171	0,2783	0,7484
BRASCAN	-0,2063	0,3278	-0,3378	0,0655	0,3686
ECODIESEL	0,1454	0,6037	-0,0657	0,9031	0,0593
BRASILAGRO	-66,2371	0,2204	-12,5311	0,2673	0,3835
CSU	-0,0372	0,0179	0,0144	0,5097	0,7299
EMBRAER	-0,0017	0,9753	-0,0767	0,0055	0,1888
EQUATORIAL	0,3181	0,0007	0,0165	0,3114	0,5681
KLABIN SEG.	0,0616	0,3984	0,0022	0,9676	0,0535
LPS	0,0020	0,2555	-1,1922	0,0299	0,3748
LUPATECH	0,0008	0,9929	-0,1681	0,2861	0,2266
M.DIAS	-0,0158	0,1609	0,0673	0,0930	0,3887
MEDIAL	-0,0518	0,0743	-0,0780	0,0362	0,2321
MMX	8,2032	0,3565	29,0920	0,3499	0,1510
ODONTOPREV	0,0201	0,5754	0,0415	0,6797	0,0432
TOTVS	0,0685	0,0802	0,1146	0,0859	0,3529

PROFARMA	0,0027	0,9064	0,0104	0,7124	0,0604
CYRELA	0,0334	0,2321	-0,0952	0,0216	0,2077
MÉDIA RES. SIG	0,1292		0,0117		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O índice de desempenho econômico margem líquida, foi afetado significativamente pelo índice “Q” aproximado em 25% da amostra do Novo Mercado, mostrando-se positivamente relacionados em 62,5% destes resultados. Em média os impactos verificados pela crise econômica foram de crescimento da relação dos índices, visto que, em 3 das 5 empresas impactadas, os resultados são positivos.

Tabela 42: Impacto do “Q” aproximado no Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas do Novo Mercado

GI EMPRESAS	<i>Margem Líquida</i>				
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
TRACTEBEL	0,0308	0,0511	0,0015	0,7974	0,1668
IDEIASNET	0,0246	0,0625	0,0816	0,0113	0,1342
SAO CARLOS	0,0011	0,9406	0,0165	0,1011	0,0067
CPFL	0,0760	0,0098	-0,0061	0,1599	0,4636
CCR	0,0811	0,1695	0,1048	0,0977	0,0901
DASA	-0,0110	0,1439	-0,0288	0,3069	0,0550
NATURA	-0,0011	0,8005	0,0016	0,9113	0,0030
GRENDENE	0,0030	0,5072	0,0455	0,0064	0,3062
COSAN					
ENERGIAS BR	-0,0064	0,8535	0,0040	0,5269	0,0274
LIGHT	0,8912	0,2365	0,1214	0,1634	0,0533
LOCALIZA	0,0091	0,0059	-0,0261	0,0121	0,4647
OBRASCON	0,0237	0,0025	0,0194	0,0705	0,1281
RENAR	0,0209	0,4881	-0,0149	0,3258	0,0390
ABYARA	-0,0202	0,4521	-0,1080	0,4980	0,0303
BANKNOTE	0,0155	0,0001	-0,0077	0,2550	0,6849
BRASCAN	-0,0379	0,0429	-0,0467	0,0231	0,4195
ECODIESEL	0,0789	0,1068	-0,1905	0,1784	0,4975
BRASILAGRO	0,0070	0,7982	-0,0044	0,4023	0,0910
CSU	-0,0330	0,0928	0,0548	0,1468	0,6537
EMBRAER	-0,0160	0,6713	-0,0477	0,0237	0,1014
EQUATORIAL	-0,0125	0,7888	0,0088	0,5318	0,1107
KLABIN SEG.	-0,0091	0,4714	-0,0002	0,9918	0,0131
LPS	0,0152	0,0639	-25,2898	0,0657	0,2643
LUPATECH	0,0433	0,5649	-0,1067	0,3347	0,3359
M.DIAS	-0,0115	0,1303	0,0329	0,0840	0,4266
MEDIAL	-0,0115	0,1303	0,0329	0,0840	0,4266
MMX	-0,0836	0,2812	-0,7323	0,0805	0,2647
ODONTOPREV	0,0054	0,6097	0,0181	0,5530	0,0722
TOTVS	0,0166	0,0505	0,0407	0,0178	0,4613
PROFARMA	0,0022	0,9367	0,0110	0,7467	0,0505
CYRELA	0,0041	0,6265	-0,0157	0,2292	0,0719
MÉDIA RES. SIG	0,0140		-4,2035		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O retorno sobre o patrimônio líquido foi impactado pelo índice “Q” aproximado em 10 companhias da amostra, o que representa 31,25% da mesma. A relação destes índices foi a que apresentou mais relações positivas (80% dos casos).

Já em relação aos impactos da crise, foi verificada a maior média negativa de todos os impactos provocados nas relações de desempenho e intangíveis, o que foi afetado principalmente pelo β_2 da companhia LPS.

Sob a ótica de todos os índices de desempenho quando relacionado ao “Q” aproximado, pode-se dizer que houveram impactos significativos em aproximadamente 60% das companhias em estudo listadas no Novo Mercado, sendo que, destes, cerca de 53% foram positivos, demonstrando assim a verificação do impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico das empresas.

Tabela 43- Relação entre o Grau de Intangibilidade e os índices de Desempenho Econômico

	Margem Líquida			Retorno sobre o PL			EVA %		
	Res. Sig.	Res. Sig. (%)	(+)	Res. Sig.	Res. Sig. (%)	(+)	Res. Sig.	Res. Sig. (%)	(+)
N 1	9	40,1%	100%	9	40,1%	100%	8	36,4%	100%
N 2	4	44,4%	75%	2	22,2%	50%	3	33,3%	100%
NM	6	18,7%	25%	12	37,5%	50%	8	25%	12,5%
Total	19	30,2%	73,7%	25	39,7%	64%	19	30,2%	63,2%

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O grau de intangibilidade quando associado aos índices de desempenho econômico utilizados na pesquisa demonstrou maior número de resultados significativos no Nível 1 de Governança Corporativa, indicando que neste nível o impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico das empresas é mais forte do que nos outros níveis.

Em síntese, de todas as empresas selecionadas da amostra, 19 demonstraram relações significativas entre o grau de intangibilidade com a Margem Líquida e com o EVA%, e 25 tiveram o retorno sobre o patrimônio líquido afetada pelo mesmo índice de intangibilidade. No entanto, em se tratando de relações positivas, ou seja, onde os ativos intangíveis provocam acréscimo nos índices de desempenho, nota-se que o Novo Mercado foi o nível em que um menor percentual de companhias é impactado.

Tabela 44: Relação entre o “Q” Aproximado e os índices de Desempenho Econômico

	Margem Líquida			Retorno sobre o PL			EVA %		
	Res. Sig.	Res. Sig. (%)	(+)	Res. Sig.	Res. Sig. (%)	(+)	Res. Sig.	Res. Sig. (%)	(+)
N 1	7	31,8%	100%	8	36,4%	100%	5	22,7%	100%
N 2	2	22,2%	50%	1	11,1%	100%	2	22,2%	100%
NM	8	25%	63,5%	10	31,3%	80%	11	34,4%	27,3%
Total	17	27%	76,5%	19	30,2%	89,5%	18	28,6%	55,6%

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O relacionamento do índice de intangibilidade “Q” aproximado com os índices de desempenho econômico assemelha-se ao relacionamento destes com o Grau de Intangibilidade, sendo destaque o Nível 1 de Governança Corporativa, que apresenta um maior percentual de empresas com resultados significativos e positivos, inferindo-se assim, que neste nível há uma maior intervenção dos ativos intangíveis no desempenho econômico das firmas.

Assim como na situação anterior, o índice de desempenho econômico Retorno sobre o Patrimônio Líquido, em percentual, apresenta-se associado significativamente a um maior número de companhias, o que corresponde a cerca de 30% da amostra selecionada.

4.3.2- Diferenças dos Impactos dos Ativos Intangíveis de acordo com o Nível de Governança Corporativa.

Outra análise foi realizada no intuito de verificar se existem diferenças entre as relações dos índices de intangibilidade com os índices de desempenho econômico dos diferentes níveis de Governança Corporativa e para tal utilizou-se o teste t de variância combinada. O teste mencionado realiza análises estatísticas e teste de hipóteses de duas médias de uma série de dados. A partir dos resultados obtidos, por meio do valor do *P-value* para duas caudas, será possível a rejeição ou não da hipótese nula de igualdade de médias. Se o valor encontrado for menor que o nível de significância estabelecido, rejeita-se a hipótese nula reconhecendo que existe diferença significativa de médias entre os níveis de Governança Corporativa. Ressalta-se ainda que este teste visou a comparação do impacto dos intangíveis no desempenho econômico entre as companhias listadas no Nível 1 e no Novo Mercado, visto que, o Nível 2 não apresentou dados suficientes. O nível de significância foi estabelecido em 0,05. Assim, os resultados obtidos são apresentados conforme segue:

Tabela 45: Teste t de variância combinada para o impacto dos Intangíveis no EVA%

<i>EVA%</i>	<i>Grau de intangibilidade</i>		<i>“Q” aproximado</i>	
	Nível 1	Novo Mercado	Nível 1	Novo Mercado
Média	0,02146625	-0,029654444	0,069472	-0,0670625
Variância	8,54181E-05	0,001763152	0,001451579	0,01055593
Observações	8	9	5	12
Variância agrupada	0,00098021		0,008128103	
Hipótese da diferença de média	1		1	
gl	15		15	
Stat t	-62,37251726		-17,9929159	
P(T<=t) uni-caudal	7,75567E-20		7,25984E-12	
t crítico uni-caudal	1,753051038		1,753051038	
P(T<=t) bi-caudal	1,55113E-19		1,45197E-11	
t crítico bi-caudal	2,131450856		2,131450856	

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

No Teste t de variância combinada com os valores obtidos pelos β 's das equações de impacto dos índices de intangibilidade no EVA% das companhias rejeita-se a hipótese nula, ou seja, existem diferenças estatisticamente significativas nas relações do EVA% com os dois índices de intangibilidade em questão. Assim, conforme a tabela 42, as médias dos valores dessas relações são menores e negativas no Novo Mercado, ou seja, em média, este índice de desempenho econômico das empresas do Nível 1 é mais impactado pelos ativos intangíveis.

Tabela 46: Teste t de variância combinada para o impacto dos Intangíveis na Margem Líquida

<i>Margem Líquida</i>	<i>Grau de intangibilidade</i>		<i>“Q” aproximado</i>	
	Nível 1	Novo Mercado	Nível 1	Novo Mercado
Média	0,102674444	0,012328333	0,218005714	0,12919875
Variância	0,017244507	0,00192577	0,078854556	0,04539397
Observações	9	6	7	8
Variância agrupada	0,011352685		0,060837319	
Hipótese da diferença de média	1		1	
gl	13		13	
Stat t	-16,19862423		-7,137953957	
P(T<=t) uni-caudal	2,6643E-10		3,80592E-06	
t crítico uni-caudal	1,770931704		1,770931704	
P(T<=t) bi-caudal	5,32861E-10		7,61185E-06	
t crítico bi-caudal	2,16036824		2,16036824	

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Neste segundo teste, efetuado nos valores encontrados para as relações dos índices de intangibilidade com a Margem líquida, também existe a diferença de médias. Em concordância com o teste anterior, por meio deste verifica-se que as relações entre os ativos intangíveis com o

índice de desempenho econômico citados são, em média, maiores no Nível 1, demonstrando que o desempenho das empresas deste grupo são mais afetadas pelos índices de intangibilidade.

Tabela 47: Teste t de variância combinada para o impacto dos Intangíveis no Retorno sobre o Patrimônio Líquido

Retorno sobre o PL	Grau de intangibilidade		“Q” aproximado	
	Nível 1	Novo Mercado	Nível 1	Novo Mercado
Média	0,025541111	-0,024088333	0,0740125	0,014045
Variância	0,000205242	0,005451757	0,001711164	0,00102884
Observações	9	12	8	10
Variância agrupada	0,003242698		0,001327355	
Hipótese da diferença de média	1		1	
gl	19		16	
Stat t	-37,84791269		-54,39489342	
P(T<=t) uni-caudal	1,17329E-19		6,8929E-20	
t crítico uni-caudal	1,729131327		1,745884219	
P(T<=t) bi-caudal	2,34659E-19		1,37858E-19	
t crítico bi-caudal	2,093024705		2,119904821	

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Por último, na análise da relação do Retorno sobre o ativo com os índices de intangibilidade; Grau de intangibilidade e “Q” aproximado, observa-se diferenças significativas quando comparados o Nível 1 e o Novo Mercado, apresentando, assim como nos itens expostos, maiores médias no Nível 1. De forma geral, as relações entre os índices de desempenho econômico com os índices de intangibilidade, são, em média maiores no Nível 1 de Governança Corporativa. No entanto, a presença de valores negativos no Novo Mercado, quando comparados os índices EVA% e ROE, ou seja, relações inversas entre estes com os intangíveis, pode ter afetado a análise da média destes resultados.

4.3.3- Avaliação do impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico do total de empresas e de acordo com o Setor em que atuam

Os quadros a seguir consideram apenas os resultados significativos de todos os níveis de governança diferenciada, agrupados por setor de atuação da seguinte forma: Bens Industriais (1), Construção e Transporte (2), Consumo Cíclico (3), Consumo não cíclico (4), Financeiro e Outros (5), Materiais Básicos (6), Petróleo, gás e combustíveis (7), Tecnologia da Informação (8), Telecomunicações (9) e Utilidade Pública (10)

Tabela 48: Impacto do Grau de Intangibilidade no Desempenho Econômico de cada Setor

Setor	GI Empresas	EVA%		ML		ROE	
		(β_1)	Prob.	(β_1)	Prob.	(β_1)	Prob.
1	RANDON	0,0223	0,0002	0,0190	0,0055	0,0215	0,0799
	MARCOPOLO	0,0159	0,0030				
	BANKNOTE			0,0302	0,0023	0,0113	0,0035
	CSU	-0,0218	0,0125	-0,0237	0,0097	-0,0223	0,0564
	EMBRAER			-0,0022	0,0388	-0,0013	0,0561
	MÉDIA	0,0055		0,0058		0,0023	
2	GOL	0,0148	0,0035	0,0226	0,0041	0,0393	0,0022
	OBRASCON	-0,0208	0,0696				
	BRASCAN	-0,0853	0,0384			-0,0241	0,0318
	LPS			-0,0091	0,0315	-0,2487	0,0265
	CCR					-0,0491	0,0702
	MÉDIA	-0,0304		0,0067		-0,0707	
3	LOCALIZA					0,0044	0,0008
	MÉDIA					0,0044	
4	DASA	-0,0121	0,0064				
	DURATEX			0,0386	0,0000	0,0110	0,0000
	COSAN	-0,0106	0,0065				
	M.DIAS	-0,0138	0,0449				
	MEDIAL	-0,0199	0,0488			-0,0206	0,0928
	MÉDIA	-0,0088		0,0290		-0,0048	
5	BRADESPAR	0,0364	0,0323				
	MÉDIA	0,0364					
6	ARACRUZ	0,0328	0,0167	0,3250	0,0032		
	KLABIN	0,0237	0,0669				
	GERDAU MET	0,0124	0,0420	0,0155	0,0026	0,0192	0,0905
	UNIPAR					0,0212	0,0791
	USIMINAS			0,1057	0,0766		
	MÉDIA	0,0230		0,1488		0,0202	
8	IDEIASNET	0,0279	0,0232			0,0122	0,0175
	UOL						
	TOTVS					0,0119	0,0717
	MÉDIA	0,0279				0,0121	
9	BRASIL TELECOM	0,0128	0,0668	0,0349	0,0327	0,0220	0,0002
	MÉDIA	0,0128		0,0349		0,0220	
10	CELESC	0,0288	0,0289	0,1079	0,0809		
	CTEEP					0,0220	0,0325
	CEMIG	0,0189	0,0397			0,0319	0,0826
	COPEL			0,3336	0,0111	0,0610	0,0018
	CPFL					0,0222	0,0285
	ENERGIAS BR	-0,1106	0,0009				
	TRACTEBEL					0,0150	0,0447
	MÉDIA	-0,0210		0,2208		0,0304	
MÉDIA TOTAL RES. SIG.	-0,0018		0,0727		-0,0019		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Quanto à relação do índice de desempenho econômico EVA% com o grau de intangibilidade, os setores de Construção e Transporte, de Consumo não cíclico e de Utilidade Pública foram os únicos que apresentaram, em média, valores negativos. Em se tratando da margem líquida, todos

os setores obtiveram médias positivas, apesar da existência de parâmetros negativos, estes foram superados pelos valores de impacto positivo do grau de intangibilidade no índice. Já o retorno sobre o patrimônio líquido, em média, não foi impactado positivamente pelo grau de intangibilidade apenas nos setores de Construção e Transporte e de Consumo não cíclico.

No setor de bens industriais, 2 das 5 companhias não apresentaram impactos positivos do grau de intangibilidade em nenhum dos índices de desempenho econômico. No entanto, em média estes impactos foram positivos. No setor de construção e transporte apenas a empresa Gol obteve relação positiva entre os ativos intangíveis e o desempenho, o que foi observado na relação do grau de intangibilidade da empresa com os 3 índices utilizados para mensurar o desempenho econômico. Os setores de Consumo Cíclico, Financeiro e de Telecomunicações obtiveram resultados significativos em apenas uma companhia, o que impossibilita qualquer inferência sobre o comportamento das empresas destes setores.

Quanto ao setor de Consumo não Cíclico, um terço das companhias demonstraram a influência positiva do grau de intangibilidade em algum dos índices de desempenho econômico, enquanto nos setores de Materiais Básicos e de Telecomunicações esta situação foi verificada em todas as companhias com resultados significativos. Por último no setor de Utilidade Pública todas as empresas, com exceção da Energias BR, revelaram impactos positivos do grau de intangibilidade em pelo menos um dos índices de desempenho econômico.

Para a análise da média total, desconsiderou-se os parâmetros insignificantes, assumindo-se assim a ocorrência de duas situações específicas; de que o índice de intangíveis na empresa está crescendo com o passar dos anos e os índices de desempenho estão diminuindo, ou ambos possuem a mesma tendência. Assim, de acordo com as médias totais, a margem líquida foi o índice mais afetado pelo grau de intangibilidade no período que se estende desde o último trimestre de 2001 ao primeiro trimestre de 2009.

Tabela 49: Impacto do “Q” aproximado no Desempenho Econômico de cada Setor

Setor	“Q” Aproximado Empresas	EVA% (β_1)	Prob.	ML (β_1)	Prob.	ROE (β_1)	Prob.
1	RANDON	0,0698	0,0007	0,0562	0,0151		
	MARCOPOLO	0,0468	0,0061				
	BANKNOTE			0,0410	0,0001	0,0155	0,0001
	CSU	-0,0319	0,0362	-0,0372	0,0179		
	EMBRAER	-0,0479	0,0844				
	MÉDIA	0,0092		0,0200		0,0155	
2	ALL AMERICA			-0,0293	0,0898		
	GOL	0,0252	0,0010	0,0368	0,0030	0,0627	0,0022
	OBRASCON			0,1584	0,0078	0,0237	0,0025
	BRASCAN	-0,1562	0,0462			-0,0379	0,0429
	LPS	0,0073	0,0222			0,0152	0,0639
	CCR	0,0166	0,0255				
	MÉDIA	-0,0268		0,0553		0,0159	
3	LOCALIZA					0,0091	0,0059
	GRENDENE			-0,0237	0,0480		
	MÉDIA			-0,0237		0,0091	
4	SADIA	0,0738	0,0537				
	DASA	-0,0250	0,0020				
	M.DIAS	-0,0175	0,0378				
	MEDIAL	-0,0387	0,0315	-0,0518	0,0743		
	DURATEX			0,0705	0,0000	0,0201	0,0000
	BRASKEM	0,1299	0,0824				
	MÉDIA	0,0245		0,0093		0,0201	
5	BRADSPAR	0,0389	0,0300				
	MÉDIA	0,0389					
6	GERDAU			0,0886	0,0079	0,0574	0,0908
	GERDAU MET					0,0917	0,0700
	UNIPAR			0,0768	0,0740	0,0648	0,0236
	KLABIN SEG.	-0,0650	0,0899				
	MÉDIA	-0,0650		0,0827		0,0713	
8	IDEIASNET					0,0246	0,0625
	TOTVS			0,0685	0,0802	0,0166	0,0505
	MÉDIA			0,0685		0,0206	
9	BRASIL TELECOM	0,0349	0,0918	0,1146	0,0141	0,0698	0,0001
	MÉDIA	0,0349		0,1146		0,0698	
10	TRACTEBEL	0,0217	0,0912			0,0308	0,0511
	CPFL			0,5604	0,0418	0,0760	0,0098
	ENERGIAS BR	-0,3467	0,0000				
	CEMIG					0,1219	0,0677
	COPEL			0,8283	0,0209	0,1376	0,0024
	CTEEP			0,2912	0,0587	0,0288	0,0119
	EQUATORIAL	-0,1215	0,0484	0,3181	0,0007		
	MÉDIA	-0,1488		0,4995		0,0790	
	MÉDIA TOTAL RES. SIG.	-0,0203		0,1510		0,0460	

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

No que tange à análise da relação dos 3 índices de desempenho econômico com o índice de intangibilidade “Q” aproximado os setores de Bens industriais, Consumo não cíclico, Financeiro, de Tecnologia de Informação e de Telecomunicações apresentaram as médias dos impactos

positivas. Ainda em se tratando das médias, o impacto do índice de intangibilidade em questão no EVA% foi positivo nos setores de Bens industriais, Consumo não cíclico, Financeiro e de Telecomunicações, o mesmo impacto na margem líquida mostrou-se negativo apenas no setor de Consumo cíclico e quanto ao retorno sobre o patrimônio líquido observa-se positivo em todos os setores.

No setor de Bens industriais as empresas CSU e Embraer, apesar de apresentarem resultados significativos quanto à relação dos ativos intangíveis com o desempenho, mostram relações inversas, ou seja, a medida em que um aumenta o outro tende a diminuir. Também no setor de Consumo Cíclico observou-se a ocorrência da mesma situação em um terço dos resultados significativos, neste caso as empresas All América e Brascan. O setor de Consumo não cíclico, com apenas 2 empresas com resultados significativos demonstra impacto positivo dos intangíveis no desempenho econômico em uma delas e situação inversa na outra. O setor de Consumo não cíclico, apesar da média dos impactos ser positiva, mostrou-se negativo em 50% das observações, enquanto o setor Materiais Básicos teve seu pelo menos 1 índice de desempenho impactado positivamente pelo “Q” aproximado em 75% da amostra. O setor Financeiro e o setor de Telecomunicações, cujos resultados foram significativos em apenas uma companhia, demonstra relação positiva entre os índices, assim como o setor Tecnologia de Informação na totalidade de suas observações.

Por último, o setor de Utilidade Pública, onde pelo menos um dos índices de desempenho de mais de 70% das companhias são impactadas positivamente pelo índice “Q” aproximado, destaca-se a empresa Equatorial, que obteve impacto positivo na margem líquida e impacto negativo no EVA%, ressaltando-se ainda que ambas trazem em suas fórmulas a variável lucro, no entanto um possível aumento do custo de capital pode estar ocasionando esta relação inversa do EVA% com os ativos intangíveis.

4.4- Comparação do Impacto dos Ativos Intangíveis no Desempenho Econômico entre as Empresas do Novo Mercado e as Empresas do Ibovespa

Na comparação da relação entre os ativos intangíveis e o desempenho econômico entre as empresas com governança diferenciada e as empresas do mercado tradicional, para esta última utilizou-se dados das companhias do Ibovespa, excluindo-se as companhias que ocupavam o Novo Mercado de Governança Corporativa. Assim, as relações entre os índices de intangibilidade e os índices de desempenho econômico identificadas através das regressões lineares estimadas são descritas nas tabelas que seguem.

Tabela 50: Relação entre o Grau de Intangibilidade e o EVA%

GI	EVA%				
EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
AMBEV	0,0001	0,2462	-0,0001	0,7123	0,0172
COMGAS	0,0001	0,3935	-0,0006	0,0020	0,0529
LOJAS AMERIC	0,0000	0,0001	-0,0002	0,0663	0,2064
LOJAS RENNER	0,0004	0,1096	-0,0005	0,1879	0,1776
PERDIGAO	0,0002	0,6428	-0,0011	0,0011	0,1091
PETROBRAS	-0,0003	0,5691	-0,0012	0,0008	0,0557
ROSSI RESID	0,0005	0,1955	0,0002	0,3363	0,0858
SABESP	0,0011	0,3089	-0,0002	0,3721	0,0365
SID NACIONAL	0,0002	0,2870	-0,0005	0,2937	0,0367
SOUZA CRUZ	-0,0005	0,0057	0,0023	0,1320	0,0826
TELEMAR	0,0006	0,0075	0,0000	0,7282	0,2664
TELEMAR N L	0,0007	0,0037	-0,0005	0,0017	0,0934
TELESP	0,0002	0,4085	-0,0008	0,0027	0,0571
TIM PART	-0,0010	0,0323	-0,0010	0,0031	0,1318
VIVO	0,0009	0,0144	0,0011	0,0271	0,0786
MÉDIA RES. SIG.	0,0002		-0,0002		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Tabela 51: Relação entre o “Q” aproximado e o EVA %
 “Q”aproximado EVA%

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
AMBEV	-0,0014	0,1608	-0,0005	0,2282	0,1598
COMGAS	0,0004	0,1558	-0,0005	0,0008	0,0737
LOJAS AMERIC	-0,0003	0,0001	-0,0004	0,0069	0,1720
LOJAS RENNER	0,0006	0,1172	-0,0006	0,0945	0,1688
PERDIGAO	0,0003	0,7018	-0,0011	0,0020	0,1074
PETROBRAS	-0,0006	0,4189	-0,0011	0,0002	0,0629
ROSSI RESID	0,0014	0,0898	0,0003	0,1994	0,1591
SABESP	0,0365	0,2284	-0,0002	0,4157	0,0395
SID NACIONAL	0,0007	0,1635	-0,0008	0,1586	0,0594
SOUZA CRUZ	-0,0009	0,0226	0,0028	0,1070	0,0723
TELEMAR	0,0027	0,0187	0,0002	0,3147	0,2288
TELEMAR N L	0,0019	0,0578	-0,0003	0,0229	0,0627
TELESP	0,0005	0,2985	-0,0007	0,0030	0,0622
TIM PART	-0,0015	0,0146	-0,0009	0,0017	0,1711
VIVO	0,0015	0,5525	0,0012	0,0249	0,0312
MÉDIA RES. SIG.	0,0006		-0,0001		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O relacionamento entre o grau de intangibilidade e o EVA% mostrou-se significativa em 6 das 15 empresas analisadas, no entanto observa-se que em 50% destas o coeficiente estimado foi negativo, verificando-se assim um comportamento inverso dos dois índices ao longo dos períodos analisados. A relação do índice de desempenho descrito com o “Q” aproximado mostrou resultados semelhantes, com metade das observações significativas também negativas.

Tabela 52: Relação entre o Grau de Intangibilidade e a Margem Líquida
 GI Margem Líquida

EMPRESAS	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
AMBEV	0,0057	0,4040	0,0748	0,0078	0,1199
COMGAS	0,0178	0,0002	-0,0086	0,4079	0,2938
LOJAS AMERIC	-0,0014	0,0001	-0,0195	0,0345	0,1953
LOJAS RENNER	0,0028	0,4300	-0,0095	0,5029	0,0577
PERDIGAO	0,0142	0,1532	-0,0726	0,0001	0,3710
PETROBRAS	-0,0143	0,1232	-0,0117	0,2222	0,0647
ROSSI RESID	0,0568	0,0371	0,0600	0,0624	0,1676
SABESP	0,2241	0,2917	0,0231	0,3828	0,0557
SID NACIONAL	0,0682	0,0281	-0,1685	0,0652	0,3243
SOUZA CRUZ	-0,0329	0,0035	0,0682	0,0046	0,3645
TELEMAR	0,0983	0,0110	0,0301	0,0839	0,3283
TELEMAR N L	0,1200	0,0071	-0,0270	0,1675	0,2835
TELESP	0,0282	0,1761	-0,0230	0,0036	0,1182
TIM PART	-0,0731	0,0000	-0,0719	0,0000	0,4328
VIVO	0,1279	0,0078	0,1454	0,0030	0,2101
MÉDIA RES. SIG.	0,0424		0,0063		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Tabela 53: Relação entre o “Q” aproximado e a Margem Líquida

EMPRESAS	“Q” aproximado		Margem Líquida		
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
AMBEV	-0,0384	0,4678	0,0623	0,0393	0,1413
COMGAS	0,0593	0,0000	0,0061	0,4418	0,3282
LOJAS AMERIC	-0,0172	0,0000	-0,0283	0,0057	0,1499
LOJAS RENNER	0,0025	0,6840	-0,0126	0,3423	0,0356
PERDIGAO	0,0358	0,1143	-0,0714	0,0001	0,3762
PETROBRAS	-0,0224	0,1610	-0,0083	0,3562	0,0562
ROSSI RESID	0,1223	0,0062	0,0617	0,0521	0,2106
SABESP	0,3345	0,4639	0,0420	0,0751	0,0256
SID NACIONAL	0,2315	0,0231	-0,2047	0,0452	0,3409
SOUZA CRUZ	-0,0569	0,0189	0,0991	0,0182	0,3002
TELEMAR	0,3517	0,2162	0,0523	0,2422	0,1542
TELEMAR N L	0,1854	0,0699	0,0058	0,6850	0,0662
TELESP	0,0499	0,1869	-0,0201	0,0149	0,1074
TIM PART	-0,1094	0,0000	-0,0632	0,0000	0,5369
VIVO	0,3380	0,0911	0,1490	0,0046	0,1136
MÉDIA RES. SIG.	0,0941		0,0026		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O índice de desempenho econômico foi afetado significativamente pelo grau de intangibilidade em 60% das observações, mostrando-se negativo em 33,33% destes resultados significativos. O “Q” aproximado apresentou resultados semelhantes ao descrito, exceto a Companhia Telemar que não obteve relações significativas entre este e a margem líquida, no entanto as mesmas companhias apresentam parâmetros negativos de quantificação da relação da margem líquida com o índice de intangibilidade.

Tabela 54: Relação entre o Grau de Intangibilidade e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido

GI	Retorno sobre o Patrimônio Líquido				
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
EMPRESAS					
AMBEV	0,0131	0,0001	0,0229	0,0166	0,2866
COMGAS	0,0229	0,0000	0,0197	0,0178	0,7463
LOJAS AMERIC	-0,0017	0,0523	0,0275	0,5100	0,0466
LOJAS RENNER	-0,0088	0,3085	-0,0415	0,1676	0,1109
PERDIGAO	0,0084	0,5167	-0,0658	0,0002	0,2317
PETROBRAS	-0,0157	0,0150	-0,0187	0,0442	0,2436
ROSSI RESID	0,0086	0,0129	0,0143	0,0231	0,1988
SABESP	0,0369	0,2026	0,0039	0,2926	0,0853
SID NACIONAL	0,0237	0,0062	-0,0531	0,0603	0,4011
SOUZA CRUZ	-0,0065	0,1712	0,0475	0,0042	0,1942
TELEMAR	0,0450	0,0009	0,0103	0,1324	0,3994
TELEMAR N L	0,0490	0,0001	-0,0117	0,0549	0,4117
TELESP	0,0256	0,0001	0,0013	0,7228	0,5921
TIM PART	-0,0220	0,0004	-0,0245	0,0000	0,3740
VIVO	0,0315	0,0332	0,0522	0,0014	0,1718
MÉDIA RES. SIG.	0,0164		0,0001		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

Tabela 55: Relação entre o “Q” aproximado e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido

“Q” aproximado	Retorno sobre o Patrimônio Líquido				
	(β_1)	Prob.	(β_2)	Prob.	(R^2)
EMPRESAS					
AMBEV	-0,0194	0,5293	0,0071	0,6469	0,0457
COMGAS	0,0697	0,0000	0,0383	0,0000	0,7052
LOJAS AMERIC	-0,0223	0,0296	0,0161	0,6961	0,0380
LOJAS RENNER	-0,0219	0,1269	-0,0437	0,1037	0,1830
PERDIGAO	0,0193	0,5490	-0,0654	0,0003	0,2299
PETROBRAS	-0,0253	0,0179	-0,0148	0,0873	0,2258
ROSSI RESID	0,0174	0,0056	0,0142	0,0248	0,2180
SABESP	0,0534	0,4005	0,0071	0,0185	0,0378
SID NACIONAL	0,0795	0,0055	-0,0645	0,0364	0,4109
SOUZA CRUZ	-0,0123	0,1816	0,0554	0,0099	0,1916
TELEMAR	0,1491	0,1712	0,0193	0,2897	0,1586
TELEMAR N L	0,0776	0,0605	0,0016	0,7933	0,0989
TELESP	0,0434	0,0003	0,0041	0,2912	0,4947
TIM PART	-0,0342	0,0002	-0,0217	0,0000	0,4830
VIVO	0,1400	0,0242	0,0539	0,0008	0,1795
MÉDIA RES. SIG.	0,0384		0,0009		

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

O retorno sobre o patrimônio líquido foi o índice que apresentou um maior número de relações significativas com os índices de intangibilidade, fato observado em 73% das companhias quando em se tratando do grau de intangibilidade e em 60% destas quando referindo-se ao “Q”

aproximado. Observou-se também que relações negativas entre os índices de intangibilidade e o retorno sobre o patrimônio líquido foram obtidas nas mesmas companhias.

Outro ponto importante da análise diz respeito à crise econômica, cujos impactos nas relações entre os índices de intangibilidade e os índices de desempenho econômico, em média, foram positivos, demonstrando assim que a amostra utilizada para representação do mercado tradicional mostrou menor sensibilidade à este evento do que as empresas com práticas diferenciadas de Governança.

Para atender ao último objetivo do estudo, que visa a comparação do impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico das empresas listadas nos níveis 1, 2 e Novo mercado com o mesmo impacto nas empresas do Ibovespa que participam do mercado tradicional, utilizou-se a análise de dados do Excel do teste t de variância combinada, que permite determinar se existem diferenças significativas entre as médias aritméticas dos dois grupos.

No teste descrito, como hipótese nula assume-se que não existe uma diferença estatisticamente significativa entre as médias das relações entre os índices de intangibilidade e os índices de desempenho econômico. Os resultados são apresentados conforme segue:

Tabela 56: Teste t de variância combinada para o impacto dos Intangíveis no EVA%

EVA%	Grau de Intangibilidade		"Q" Aproximado	
	Novo Mercado	Ibovespa	Novo Mercado	Ibovespa
Média	-0,00179	0,000118333	-0,02028	0,00056
Variância	0,001449	5,59737E-07	0,010835	2,83E-06
Observações	20	6	19	6
Variância agrupada	0,001147		0,00848	
Hipótese da diferença de média	1		1	
gl	24		23	
Stat t	-63,5431		-23,6721	
P(T<=t) uni-caudal	1,46E-28		5,95E-18	
t crítico uni-caudal	1,710882		1,713872	
P(T<=t) bi-caudal	2,93E-28		1,19E-17	
t crítico bi-caudal	2,063899		2,068658	

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos resultados.

A tabela 58 expõe os resultados da comparação da média dos β 's identificados na relação entre o EVA% com o grau de intangibilidade e o "Q" aproximado. A partir dos valores descritos do teste realizado rejeita-se a hipótese nula, ou seja, existe uma diferença entre os impactos dos

índices de intangibilidade no EVA% das empresas do Novo Mercado e das empresas do Ibovespa. De acordo com os resultados o impacto do grau de intangibilidade e do “Q” aproximado no EVA%, em média, é maior nas companhias do Ibovespa.

Tabela 57: Teste t de variância combinada para o impacto dos Intangíveis na Margem Líquida

<i>Margem Líquida</i>	<i>Grau de Intangibilidade</i>		<i>“Q” Aproximado</i>	
	Novo Mercado	Ibovespa	Novo Mercado	Ibovespa
Média	0,072663	0,042402	0,125426	0,094125
Variância	0,013199	0,004855	0,046239	0,023612
Observações	14	9	16	8
Variância agrupada	0,01002		0,03904	
Hipótese da diferença de média	1		1	
gl	21		22	
Stat t	-22,6747		-11,3223	
P(T<=t) uni-caudal	1,5E-16		6,02E-11	
t crítico uni-caudal	1,720743		1,717144	
P(T<=t) bi-caudal	3,01E-16		1,2E-10	
t crítico bi-caudal	2,079614		2,073873	

Quanto às médias dos impactos dos índices de intangibilidade na margem líquida das empresas do Novo Mercado e do Ibovespa, também rejeita-se a hipótese nula, assim sendo pode-se afirmar que ao contrário das relações dos intangíveis com o EVA%, a média dos impactos provocados no índice de desempenho econômico Margem Líquida assume maior valor nas empresas do Novo Mercado de Governança Corporativa, quando comparado às empresas do Ibovespa.

Tabela 58: Teste t de variância combinada para o impacto dos Intangíveis no Retorno sobre o Patrimônio Líquido

<i>Retorno sobre o PL</i>	<i>Grau de Intangibilidade</i>		<i>“Q” Aproximado</i>	
	Novo Mercado	Ibovespa	Novo Mercado	Ibovespa
Média	-0,001893333	0,038409	0,046013889	0,038409
Variância	0,003776008	0,003499	0,001868493	0,003499
Observações	21	9	18	9
Variância agrupada	0,003696906		0,002390304	
Hipótese da diferença de média	1		1	
gl	28		25	
Stat t	-42,94480152		-49,72029098	
P(T<=t) uni-caudal	2,10672E-27		8,05204E-27	
t crítico uni-caudal	1,701130908		1,708140745	
P(T<=t) bi-caudal	4,21343E-27		1,61041E-26	
t crítico bi-caudal	2,048407115		2,059538536	

Por último, em se tratando da média de impactos do grau de intangibilidade e do “Q” aproximado no índice de desempenho Retorno sobre o Patrimônio Líquido, rejeita-se a hipótese nula, assim, a

influência dos ativos intangíveis neste índice de desempenho, em média, observa-se maior nas empresas do Ibovespa.

Resumindo, os relacionamentos entre os índices de intangibilidade e os índices de desempenho econômico utilizados no presente estudo, possuem médias diferentes nas empresas que adotam práticas diferenciadas de Governança Corporativa, quando comparadas às empresas do mercado tradicional. Tais relações com os índices EVA% e Retorno sobre o Patrimônio Líquido, apresentaram-se, menores nas empresas com Governança Corporativa, o que significa que, em média estas companhias possuem os índices de desempenho econômico citados menos sensíveis às variações dos índices de intangibilidade.

5- CONCLUSÃO

O objetivo geral da pesquisa consistiu na identificação e quantificação da relação entre os ativos intangíveis e o desempenho econômico das empresas do Novo Mercado de Governança Corporativa. No entanto, as etapas seguidas para a obtenção de uma resposta para esta questão central, denominadas objetivos específicos, permitiram uma análise mais aprofundada sobre a importância dos ativos intangíveis nas organizações.

O primeiro objetivo específico comprovou, por meio dos índices de intangibilidade, a representatividade dos ativos intangíveis diante dos ativos físicos relatados pela contabilidade nas mesmas. A discrepância entre os valores de mercado e os valores contábeis, em média, foi verificada por meio do cálculo dos índices grau de intangibilidade e “Q” aproximado, bem como pelo comportamento crescente dessas médias ao longo dos anos em análise.

No entanto, uma análise individual da tendência destes índices das companhias demonstrada no segundo objetivo mostrou a existência de crescimento dos mesmos em grande parte da amostra, o que aponta para a importância do desenvolvimento de ferramentas de avaliação dos ativos intangíveis como forma de melhor gerenciamento dos mesmos, visto que, a maioria das métricas existentes abrange apenas as empresas de capital aberto.

Baseado nos resultados relativos aos objetivos específicos 3 e 4, pode-se afirmar que a metodologia aplicada na pesquisa obteve êxito, já que, o objetivo principal do estudo foi alcançado, ao possibilitar a comprovação empírica, da existência do relacionamento entre os ativos intangíveis e o desempenho econômico das firmas no mercado de capitais brasileiro. Cabe ressaltar que esta relação não foi verificada em todas as companhias, no entanto as métricas existentes na teoria, tanto para mensurar o nível de intangíveis como para mensurar o desempenho econômico, não foram utilizadas em sua totalidade.

Um ponto que mostrou-se relevante, foi o impacto da crise econômica mundial, a qual afetou de forma significativa o mercado de capitais. Por meio da utilização de uma variável destinada a absorver os efeitos desta crise, pode-se também destacar a relevância da mesma no comportamento dos índices pesquisados. Tal evento mostrou-se influente tanto no

comportamento dos índices de intangibilidade e desempenho econômico, bem como no comportamento do relacionamento entre estes índices.

Outro fato importante observado diz respeito às diferenças significativas do relacionamento dos ativos intangíveis com o desempenho econômico nos níveis de governança corporativa. Entretanto não foi possível identificar um comportamento estável destas relações visto que, em um mesmo nível de governança um dos índices utilizados para mensurar o desempenho foi afetado de forma negativa e um outro índice foi afetado positivamente pelo nível de intangibilidade. Esta situação onde os índices de desempenho econômico e de intangibilidade são negativamente relacionados pode ter sido provocada por inúmeras ocorrências, dentre elas destaca-se o fato da utilização de índices de desempenho baseados na lucratividade, que pode ter sido afetada pelo investimento em ativos intangíveis, explicando-se assim a relação inversa dos índices.

Apesar disso, os mecanismos de governança corporativa podem vir a ser elementos diferenciadores na análise do impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico, o que ainda não pôde ser observado devido ao pequeno número de empresas que aderiram aos níveis diferenciados desde o início do período da pesquisa.

A comparação do impacto dos ativos intangíveis no desempenho econômico das empresas dos Níveis Diferenciados de Governança com uma amostra das empresas do mercado tradicional possibilitou averiguar as diferenças entre estas relações. Foram encontradas relações em médias maiores nas empresas do mercado tradicional, significando que estas estão sujeitas à maiores variações nos índices de desempenho econômico comparativamente à variação do nível de intangíveis, o que pode também estar relacionado ao fato destas companhias serem mais arriscadas devido a menor obrigação quanto à divulgação de informações obrigatórias .

A pesquisa conta com certas limitações, visto que apenas uma variável independente foi utilizada no intuito de explicar o comportamento do desempenho econômico, sendo ainda que as métricas existentes para o cálculo destes e dos intangíveis foram escolhidas de acordo com a argumentação teórica de alguns autores e a viabilidade de obtenção dos dados. No entanto, em se tratando dos índices, a capitalização do mercado pode se mostrar volátil, bem como custo de capitais utilizado para cálculo do EVA%.

Assim, como forma de orientação e incentivo à pesquisas futuras, sugere-se a utilização de outras métricas de desempenho econômico e de intangibilidade, visando a comparação dos resultados obtidos, bem como a utilização de outras variáveis explicativas no modelo, no intuito de diminuir os termos de erro.

De modo geral, pode-se inferir que os ativos intangíveis impactam o desempenho econômico das empresas, apesar desta situação esta não ter sido constatada em toda a amostra, conforme as limitações expostas, no entanto a visualização empírica desta relação em parte da amostra permite a inferência de uma comprovação teórica de que o investimento em ativos intangíveis proporciona vantagens competitivas às empresas.

6 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós graduação: noções básicas para cursos de pós graduação.** 5.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ANDRIESSEN, TIESSEN. **Weightless Weight – Find your real value in a future of intangible assets.** Pearson Education London, 2000.

ANGELONI, Maria T.; FERNANDES, Caroline B. **Organizações do Conhecimento: Dos Modelos à Aplicação Prática.** ENEO, 2000. Disponível em <<<http://www.anpad.org.br/eneo/2000/dwn/eneo2000-23.pdf>>> Acesso em 28/03/2009

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico/financeiro.** 7º ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil – uma aplicação prática.** Tese de Livre Docência. FEA-USP. Ribeirão Preto, 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor.** 2. ed. - São Paulo: Atlas, 2005.

BEUREN, Ilse Maria. **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade.** 2 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

BUENO, Francisco da Silveira. **Minidicionário da língua portuguesa.** São Paulo: FTD, 1996.

BONTIS, N. **Assessing knowledge assets: A review of the models used to measure intellectual capital.** Working paper, 2000.

BRASIL, Lei n. 6.404, de 15 dez. 1976. **Dispõe sobre as sociedades por ações.** Diário Oficial da União, Brasília, 17 dez. 1976

BROOKING, Annie. **Intellectual capital: core asset for the Third Millenium Enterprise.** London: International Thomson. Business Press, 1996.

CINCA, Carlos Serrano; GARCIA, Fernando Chaparro. **Los activos intangibles de las empresas más allá de las normas contables**. Universidad de Zaragoza, marzo de 2000.

CHESNAIS, F. Até onde irá a crise financeira. **Le Monde Diplomatique Brasil**,

novembro de 2007. Disponível em: <http://www.diplo.uol.com.br>. Acesso

em: maio. 2008

CHIZZOTTI, A. **Pesquisa em ciências humanas e sociais**. 3. ed. São Paulo: Cortez, 1998.

CHUNG, Kee H. e PRUITT, Stephen W. **A Simple Approximation of Tobin's q**. Financial Management, v. 23, n. 3, p. 70-74, Autumn 1994.

EDVINSSON, Leif.; MALONE, Michael. S. **Capital intelectual: descobrindo o valor real de suas empresas pela identificação de seus valores internos**. São Paulo: Makron Books, 1998.

FAJARDO, Jeisom M. **A Regulação Prudencial e os Princípios para melhoria das Operações Bancárias Nacionais. Como o Brasil se preparou para a pior crise desde 1929?**. Revista Contábil & Empresarial Fiscolegislação. Junho, 2009

FAMÁ, Rubens ; BARROS, Lucas Ayres B. C. . **Q de Tobim e seu uso em Finanças: Aspectos Metodológicos e Conceituais**. V SEMEAD - Seminários em Administração FEA/USP. São Paulo, 2001.

FAMÁ, Rubens; PEREZ, Marcelo M. **Características Estratégicas dos Ativos Intangíveis e o Desempenho Econômico da Empresa**. (Apresentação de Trabalho/Comunicação). 2004.

FASB – **Financial Accounting Standards Board**. FAS 141 – Business Combination. Emitido em junho de. 2001.

FASB – **Financial Accounting Standards Board**. FAS 142 – Goodwill and Other Intangible Assets. Emitido em junho de 2001.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7ª Ed. São Paulo: Harbra, 2002.

GOMES, Marcelo Jota. **Análise do Modelo de Avaliação de Intangíveis proposto por Sveiby (1998) em Empresas de Base Tecnológica no Estado de Pernambuco**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – UnB, UFPB, UFPE, UFRN, UFRN, 2003.

GRAPELLI, A. A. **Administração financeira**. 3º ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

GUJARATI, Damodar. **Econometria Básica**. Elsevier Editora. Rio de Janeiro, 2006.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IAS 38. **Intangible Assets**. Disponível em: <<<http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/149D67E2-6769-4E8F-976D-6BABEB783D90/0/IAS38.pdf>>>. Acesso em 15/11/2008.

IBCG. **Pesquisa sobre Governança Corporativa**. Emitido em 2001. Disponível em <<<http://www.ibcg.org.br>>>. Acesso em 22/11/2007.

IGF. **Ações/ Bolsa de Valores : Novo Mercado**. Disponível em <<http://www.igf.com.br/aprende/dicas/dicasResp.aspx?dica_Id=3330>> . Acesso em 15/11/2008.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 6. ed. – São Paulo: Atlas, 2000.

KAPLAN Robert S., NORTON David. **The balanced scorecard: translating strategy into action**. Boston: Harvard Business School, 1996.

KAYO, Eduardo Kazuo. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível intensivas**. Tese (Doutorado em Administração) – FEA/USP, 2002.

LEAL, Ricardo; SILVA, André Carvalho. **Governança Corporativa, Valorização das empresas e Desempenho no Brasil**. COPPEAD-UFRJ. Rio de Janeiro, 2004.

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

LEV, Baruch. (1999). **Seeing is Believing - A Better Approach To Estimating Knowledge Capital in CFO**. *Magazine April 2000*. Disponível em <<<http://207.87.9.12/html/charts/99FEseei-2.html>>>. Acesso em 14/06/2008

LUTHY, D.H. (1998). **Intellectual capital and its measurement**. Disponível em <<<http://www3.bus.osakacu.ac.jp/apira98/archives/htmls/25.htm>>>. Acesso em 12/06/2008

MARTINS, E. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1972.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial**. 6º ed. São Paulo : Atlas, 2003.

NONAKA I. ; TAKEUCHI, H. **Criação de conhecimento na empresa**. Rio de Janeiro: Campus, 1997

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura e Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas do Brasil**. Dissertação de Mestrado, USP. São Paulo, 2003.

PADOVEZE, Clovis Luiz. **Controladoria estratégica e operacional: conceitos, estrutura, aplicação**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2003.

PONTES, B.R. **Avaliação de Desempenho: Nova Abordagem**. São Paulo: Ltda, 2005.

PULIC, A (2000). **An accounting tool for IC management**. Disponível em <<<http://www.measuring-ip.at/Papers/ham99txt.htm>>>. Acesso em 13/06/2008

REILLY, Robert F.; SCHWEIHS, Robert P. **Valuing Intangible assets**. New York: McGraw-Hill, 1998.

ROOS, J, ROOS, G., DRAGONETTI, N.C., EDVINSSON, L. **Intellectual Capital: Navigating in the New Business Landscape**. Macmillan, Houndsmills, Basingtoke, 1997.

SANTIAGO JR, José R. S.; SANTIAGO, José R. S. **Capital Intelectual: O grande desafio das organizações**. Novatec Editora. São Paulo, 2007.

SANTOS, José O.; MUSSA, Adriano; MULLER, Wilson R. I. **Análise da Geração de Valor medida pelo EVA e por Vetores de desempenho de natureza Contábil – Um Estudo de Caso na Companhia Vale do Rio Doce**. Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro, 2007.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José O.; MARTINS, Marco A. **Avaliação de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2006.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. **Avaliação de ativos intangíveis**. São Paulo: Atlas, 2002.

SIEGEL, Sidney. **Estatística não-paramétrica para as ciências do comportamento**. São Paulo: McGraw-Hill, 1977.

SILVA, Sílvio José M.; ROBLES Júnior A. **Os ativos intangíveis e sua influência no valor econômico e de mercado da empresa**. ENANPAD. Rio de Janeiro, 2007.

SILVEIRA, Alexandre di Micelli. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade. Determinantes e Correlação com o Desempenho das Empresas no Brasil**. Tese de Doutorado. São Paulo, 2004.

SPECKBACHER, G. et al. **A descriptive analysis on the implementation of Balanced Scorecards in german-speaking countries**. Management Accounting Research, v. 14, p. 361-887, Academic Press, 2003.

STEWART, Thomas A. **Capital intelectual**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

STEWART, Thomas A. **Valor Econômico Agregado. A Verdadeira Chave para a Criação de Riqueza.** 1 ed, Rio de Janeiro: Qualitymark,, 1999.

SULLIVAN, P. **Value-driven Intellectual Capital. How to convert intangible corporate assets into market value.** Wiley, 2000

SVEIBY, Karl E. (1997). **Methods for measuring intangibles assets.** Disponível em: <<www.sveiby.com>>. Acesso em: 26/11/2007.

SVEIBY, Karl E. **A nova riqueza das organizações: gerenciando e avaliando patrimônios de conhecimento.** 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

WONNACOTT, Ronald; WONNACOTT, Thomas. **Econometria.** Tradução de Maria C. Silva. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1976.

YOUNG, David S.; OBYRNE, Stephen F. **EVA e Gestão Baseada em Valor.** 1 ed, São Paulo: Editora Bookman, 2003.