

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
EA - ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO**

Matheus Santana Trombetta

**GRAU DE INTANGIBILIDADE E O DESEMPENHO ECONÔMICO DAS
EMPRESAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**

Porto Alegre

2010

Matheus Santana Trombetta

**GRAU DE INTANGIBILIDADE E O DESEMPENHO ECONÔMICO DAS
EMPRESAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**

Trabalho de Conclusão de Curso de graduação a ser apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof^o Dr. Fernando Bins Luce

Porto Alegre

2010

Matheus Santana Trombetta

**GRAU DE INTANGIBILIDADE E O DESEMPENHO ECONÔMICO DAS
EMPRESAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**

Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Conceito final:

Aprovado em dede.....

BANCA EXAMINADORA

Prof. - UFRGS

Prof. - UFRGS

Orientador: Prof. Dr. Fernando Bins Luce – UFRGS

RESUMO

A teoria, principalmente no contexto brasileiro, pouco nos apresenta a respeito da relação entre o grau de intangibilidade das empresas e seus respectivos desempenhos econômicos. Este trabalho tem como objetivo comparar o desempenho de dois portfólios de empresas que possuem diferenças em relação ao grau de intangibilidade de seus ativos. O primeiro portfólio é formado por empresas com elevado grau de intangibilidade e o segundo por empresas que possuem baixo grau de intangibilidade. Os resultados encontrados mostram diferenças de desempenho entre os portfólios, sendo na sua maioria favorável às empresas com maior grau de intangibilidade.

Palavras-Chave: Grau de Intangibilidade. Desempenho Econômico. Mercado Acionário.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Tipos de Ativos Intangíveis Kayo (2002).....	14
Tabela 2 – Tipos de Ativos Intangíveis IASC Foudations (2008).....	15
Tabela 3 – Resultados Liquidez Geral	30
Tabela 4 – Resultados Liquidez Corrente.....	31
Tabela 5 – Resultados Margem Operacional	33
Tabela 6 – Resultados Margem Líquida.....	35
Tabela 7 – Resultados Giro Do Ativo.....	36
Tabela 8 – Resultados Retorno sobre o Patrimônio Líquido.....	38
Tabela 9 – Resultados Lucro Por Ação.....	40
Tabela 10 – Resultados Beta.....	41
Tabela 11 - Comparação Resultados.....	42

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Média da Liquidez Geral dos Portfólios.....	31
Figura 2 - Média da Liquidez Corrente dos Portfólios.....	32
Figura 3 - Média da Margem Operacional dos Portfólios.....	34
Figura 4 - Média da Margem Líquida dos Portfólios.....	36
Figura 5 - Média do Giro dos Ativos dos Portfólios.....	37
Figura 6 - Média do Retorno sobre o Patrimônio Líquido.....	39
Figura 7 - Média do Lucro por Ação dos Portfólios.....	40
Figura 8 – Média do Beta dos Portfólios.....	42

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	8
1 JUSTIFICATIVA E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	9
1.1 JUSTIFICATIVA.....	9
1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	11
2 REVISÃO TEÓRICA.....	13
2.1 ATIVOS INTANGÍVEIS.....	13
2.2 DESEMPENHO ORGANIZACIONAL.....	17
3 OBJETIVOS.....	21
3.1 OBJETIVO GERAL.....	21
3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	21
4 METODOLOGIA.....	22
4.1 TIPIFICAÇÃO E HIPÓTESES DA PESQUISA.....	22
4.2 COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA.....	23
4.3 VARIÁVEIS ANALISADAS.....	24
4.3.1 Liquidez – Situação Financeira.....	24
4.3.1.1 Liquidez Geral.....	25
4.3.1.2 Liquidez Corrente.....	25
4.3.2 Rentabilidade – Situação Econômica.....	26
4.3.2.1 Margem Operacional.....	26
4.3.2.2 Margem Líquida.....	26
4.3.2.3 Giro do Ativo.....	27
4.3.2.4 Retorno sobre Patrimônio Líquido.....	27
4.3.2.5 Lucro por Ação.....	28
4.3.3 Risco.....	28
4.3.4 Grau de Intangibilidade.....	29
5 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	30
5.1 LIQUIDEZ GERAL.....	30

5.2 LIQUIDEZ CORRENTE.....	31
5.3 MARGEM OPERACIONAL.....	33
5.4 MARGEM LIQUIDA.....	34
5.5 GIRO DO ATIVO.....	36
5.6 RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO.....	37
5.7 LUCRO POR AÇÃO.....	39
5.8 BETA.....	40
5.9 MÉDIAS E COMPARAÇÕES ENTRE OS PORTFÓLIOS.....	42
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	44
REFERÊNCIAS.....	46
CRONOGRAMA.....	

INTRODUÇÃO

Ao longo das décadas de 80 e 90, devido à grande valorização das ações de muitas companhias, observou-se um distanciamento entre o valor patrimonial das empresas, refletido em suas contabilidades, e o valor de mercado dessas, calculado com base nas cotações de suas respectivas ações.

Simultaneamente, as empresas começaram a investir maciçamente em seus departamentos de Marketing, tornando-os responsáveis pela maior parte dos gastos dessas. Investimentos milionários em campanhas publicitárias, lançamentos de produtos e construção de marcas fortes tornaram-se recorrentes nos grades *players* globais independentemente do setor em que atuam.

Justamente devido à criação de marcas valorizadas e a capacidade de desenvolver produtos diferenciados é que ocorreu essa valorização das empresas no mercado. Assim, os ativos intangíveis das empresas representados, entre outros, pelas marcas, *know-how* e tecnologias possuídas podem ser apontados como os responsáveis pela grande diferença entre o valor patrimonial e o valor de mercado das mesmas.

Entretanto, ainda que tais ativos representem uma proporção significativa do valor das firmas, isso não garante que empresas com grau de intangibilidade elevado possuam um resultado mais robusto do que empresas com grande quantidade de ativos tangíveis.

Além disso, existem poucos estudos que relacionam o grau de intangibilidade das empresas com sua performance econômica e/ ou financeira, tanto no contexto americano como no brasileiro. Tampouco há muitos estudos que comparam o desempenho de empresas possuidoras de ativos mais intangíveis com empresas que tem a maior parte de seus investimentos em ativos tangíveis. Neste trabalho tento preencher esta lacuna, analisando e comparando os resultados alcançados por empresas sempre tangíveis-intensivas e empresas sempre intangíveis-intensivas ao longo dos períodos analisados.

1 JUSTIFICATIVA E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

1.1 JUSTIFICATIVA

Devido ao ambiente cada vez mais competitivo em que as organizações atuam e às exigências de resultados por parte dos acionistas, as empresas vêm sendo pressionadas a demonstrar o retorno obtido por suas ações sobre a geração de riqueza para o acionista no curto e no longo prazo. Dessa forma, justificativas para gastos e investimentos feitos pela empresa, assim como os retornos obtidos por esses tornam-se extremamente importantes no mercado corporativo atual.

As organizações enfrentam diversos *trade-offs* nas suas decisões de investimentos e a existência desses resulta da limitação de recursos disponíveis. Do total do lucro, as empresas devem escolher quanto será aplicado em ativos permanentes, como instalações e máquinas, e em circulantes, como aplicações financeiras de curto prazo e caixa. Além disso, elas devem decidir entre investir em ativos tangíveis ou intangíveis. Os impactos dessas decisões são percebidos e quantificados através do retorno obtido pelos investidores e no valor de mercado da organizações, além de outras métricas de performance.

Uma proporção significativa do valor de mercado de uma empresa reside nos ativos intangíveis não presentes no Balanço Patrimonial (LUSCH, MICHAEL 1984; SRIVASTAVA, TASADDUQ, FAHEY, 1998; AAKER, JACOBSON, 2001). Esses ativos intangíveis são capazes de produzir benefícios futuros, que constituem importantes fatores de diferenciação, contribuindo para a obtenção de importantes vantagens competitivas (CARMELI, TISHLER, 2004; FAMÁ, PEREZ, 2006) e geração de considerável crescimento para a empresa (LEV, 2004). Entretanto, as abordagens tradicionais de avaliação financeira apresentam dificuldade em avaliar negócios com ativos intangíveis significantes (LEV, 2001; MIZIK, JACOBSON, 2008; MIZIK, JACOBSON, 2009) e os seus benefícios não são corretamente descritos na avaliação contábil da empresa (SRIVASTAVA et al. 1998; FAMÁ, PEREZ, 2006; MIZIK JACOBSON, 2008).

De acordo com Famá e Perez (2006), com os processos de fusões da década de 90 e com a continua valorização dos preços das ações, observou-se um distanciamento entre o

book value ou valor patrimonial das empresas, refletido pela contabilidade financeira, e o *traded value* ou *market value*, calculado com base na cotação das ações dessas empresas no mercado.

Este fato foi comprovado por Lev (2001) em empresas que compõem o S&P 500, nos Estados Unidos. O autor constatou que existiu um forte crescimento no índice *market value / book value* no período analisado. O índice médio subiu de 1 no início da década de 80, para 6 em 2001. Segundo Parr (1994), o principal motivo para explicar diferenças dessa natureza deve-se à existência de ativos intangíveis não contabilizados, responsáveis pela geração de valor para os seus acionistas.

Considerando os fatos acima citados, qualquer esforço em analisar o impacto dos investimentos em ativos intangíveis sobre o desempenho e valor da empresa estará enriquecendo o debate acadêmico e fornecendo respaldo teórico para decisões de investimentos dos gestores.

Pesquisas nessa área contribuem significativamente para as organizações, devido a já citada pressão para justificar gastos, principalmente aqueles relacionados ao Marketing. Isto se deve ao fato do Marketing ser a área que apresenta os maiores gastos discricionários na maioria das empresas (SHETH, RAJENDRA, SISODIA, 2002). Boa parte dos investimentos em ativos intangíveis está intimamente relacionada com investimentos da área, como a construção de marcas (MIZIK, JACOBSON, 2009). Entender e mensurar os resultados dos investimentos em Marketing realizados pelas empresas é de fato importante ao ponto de ser uma das prioridades de pesquisa para o triênio de 2008 a 2010, de acordo com o Marketing Science Institute (MSI).

Aksoy et al. (2008), dizem que é relativamente fácil calcular o valor econômico agregado dos ativos tangíveis como fábricas, mas é mais difícil fazer o mesmo com os intangíveis, pois eles não possuem forma física e não podem ser facilmente associados com os fluxos de caixa futuros. Como eles mesmos colocam: “Qual o impacto potencial incremental dos ativos intangíveis sobre a mensuração da performance da firma?”.(AKSOY et al., 2008, p.5). Assim, analisar a relação entre os ativos intangíveis e valor da empresa é uma necessidade da *práxis*.

Com relação contribuição dada por este trabalho a minha formação como administrador de empresas, se pode afirmar que ele contribui de diversas maneiras.

Apresentou diversos conceitos importantes sobre um tema bastante valorizado, tanto no meio acadêmico como nas empresas, mas pouco tratado durante a graduação. Além disso, o trabalho e sua forma de operacionalização me proporcionaram aprendizado sobre técnicas de coletas e análises de dados que enriqueceram meu conhecimento acadêmico.

1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Com o passar das décadas, analistas financeiros, acadêmicos e gestores começaram a perceber que o valor da empresa não correspondia ao valor de seus ativos tangíveis. O reconhecimento do impacto dos ativos intangíveis sobre o valor da empresa ocorreu após o aumento da diferença entre o valor da empresa fixado pelo mercado e os ativos tangíveis (INTERBRAND, 2004). Dessa forma, “pesquisas anteriores iluminam o fato de que medidas contábeis sozinhas não conseguem explicar adequadamente o valor da firma” (MIZIK, JACOBSON, 2008, p. 2). Assim, a resposta encontra-se nos intangíveis: “O principal motivo para explicar as diferenças dessa natureza deve-se à existência, nas empresas negociadas, de ativos intangíveis não contabilizados, responsáveis pela geração de valor para os seus acionistas” (FAMÁ, PEREZ, 2006, p. 8).

Apesar da inegável importância dos ativos intangíveis, para Kayo (2002), Reilly e Schweihs (1998) e Boulton et al. (2001), isso não significa que os tangíveis estejam perdendo importância, pois é difícil dissociar um ativo tangível de um intangível. Assim, é a interação dessas duas naturezas de ativos que define o efetivo valor da empresa (FAMÁ, 2006).

Diversos pesquisadores como Lev (2001), Flamholtz (1985), Stewart (1999), Sveiby (1997), Boulton et al. (2001), Kaplan e Norton (1997), afirmam que a geração de riqueza nas empresas está cada vez mais relacionada aos ativos intangíveis. Para eles, os ativos tangíveis e os ativos financeiros estariam rapidamente tornando-se *commodities*, propiciando apenas retornos normais nos investimentos. Retornos anormais e posições competitivas dominantes e até a conquista de monopólios temporários estariam sendo obtidos por ativos de natureza intelectual.

Dessa forma, apesar de ser evidente a necessidade de demonstrar o valor adicionado pelos ativos intangíveis, a academia, principalmente na área de Marketing, não tem

conseguido responder efetivamente à esta questão. De acordo com Srivastava et al. (1998, p. 3): “[...] a comunidade de marketing historicamente tem achado difícil, se não impossível, identificar e comunicar para outras áreas e para a alta administração, o valor financeiro criado pelas atividades de marketing”.

O fato de haver poucos estudos relacionando o grau de intangibilidade dos ativos com o valor gerado ao acionista, cria a necessidade de realizar uma pesquisa relacionando esta intangibilidade com o retorno e desempenho da empresa. Existem poucos trabalhos e informações que evidenciem empiricamente as vantagens ofertadas por esse tipo de ativo, especialmente no caso brasileiro.

Em virtude disso, este trabalho tem por objetivo ampliar um estudo de Luce, Schossler, Oliveira, Bandeira e Campos (2010). Nesse trabalho buscou-se comparar o desempenho de dois portfólios: um de empresas com elevada proporção de intangibilidade e outro com empresas que possuem pequena proporção de intangibilidade. Os resultados encontrados corroboram com a literatura a respeito dos ativos intangíveis e mostram diferenças de desempenho entre os portfólios, sendo na sua maioria favorável às empresas com maior proporção de intangibilidade.

Entretanto, ainda de acordo com o autor, o trabalho possui diversas limitações. Primeiramente, se faz necessário aumentar o número de períodos analisados, que foi de 2003 à 2007. Em segundo lugar, sugere-se a utilização de outras métricas de performance, objetivando a confirmação de uma performance superior por parte das empresas com grau de intangibilidade superior. Assim é necessário a ampliar a quantidade de períodos e métricas analisadas, e este é o objetivo do presente trabalho.

2 REVISÃO TEÓRICA

2.1 ATIVOS INTANGÍVEIS

Segundo Barney (1991), um ativo pode ser definido como qualquer atributo físico, organizacional ou humano que permite que uma firma crie e implemente estratégias que melhorem sua eficiência e eficácia no mercado.

Famá (2006) os descreve como todo recurso - físico ou não - que esteja sob o controle de uma organização e que possa ser utilizado para produzir produtos ou serviços aos seus clientes, visando à geração de benefícios econômicos futuros, cujo custo é representado pela capitalização de todos os gastos incorridos para sua aquisição ou desenvolvimento. Os ativos podem ser tangíveis, intangíveis, internos, externos, presentes ou não no balanço da empresa. Para que possam criar valor para a firma, estes devem ser convertíveis, raros, imperfeitamente imitáveis, sem possuir substitutos perfeitos (SRIVASTAVA et al., 1998).

De acordo com a IASC Foundation (2008) um ativo intangível deve ser capaz de ser separado ou dividido da entidade e vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado, seja individualmente ou em conjunto com um contrato, ativo ou passivo relacionado. Pode também, segundo essa fundação, ser resultado de direitos contratuais ou de outros direitos legais, quer esses direitos sejam transferíveis quer sejam separáveis da entidade ou de outros direitos e obrigações (IASC FOUNDATION, 2008). Além de possuírem tais características, para que esses ativos sejam registrados nos balanços deve ser provável que os benefícios econômicos futuros esperados, provenientes dele, fluam para a entidade; e o custo do ativo possa ser fielmente mensurado (IASC FOUNDATION, 2008). Ele é limitado pelos direitos e benefícios que sua posse confere ao proprietário.

Upton (2001) complementa tal definição, definindo-os como recursos não físicos, geradores de prováveis benefícios econômicos futuros para uma entidade, que foram adquiridos por meio de troca ou ainda desenvolvidos internamente, baseados em custos identificáveis, possuindo valor de mercado próprio e vida limitada, assim como pertencendo ou sendo controlados pela entidade.

Seguindo a mesma linha de pensamento, Kaplan e Norton (1997) afirmam que os ativos intangíveis apenas adquirem valor se estiverem alinhados com a estratégia da organização.

Por fim, para Kayo (2002), ativos intangíveis são o conjunto estrutura de conhecimentos, práticas e atitudes da empresa que, interagindo com seus ativos tangíveis, contribui para a formação do valor das empresas.

Humanos	Inovação
- Conhecimento, talento, capacidade, experiência e habilidade dos empregados.	- Pesquisa e desenvolvimento
- Administração superior ou empregados-chave.	- Patentes
- Treinamento e desenvolvimento	- Fórmulas secretas
	- <i>Know-how</i> tecnológico
	- Direitos de exploração e operação
Estruturais	Relacionamento
- Processos	- Marcas
- Softwares proprietários	- Logos
- Bancos de dados	- <i>Trademarks</i>
- Sistemas de Informação	- <i>Customer loyalty</i>
- Sistemas administrativos	- <i>Goodwill</i>
- Inteligência de Mercado	- Direitos autorais
- Canais de Mercado	- Contratos com clientes, fornecedores...
	- Contratos de licenciamento, franquias...

Tabela 2 - Tipos de Ativos Intangíveis Kayo (2002).

Fonte: KAYO, 2002.

Por outro lado, a IASC Foundation (2008) faz a seguinte distinção entre os ativos intangíveis:

Marketing	Consumidor	Contratos
- Marcas, logos...	- Lista de Clientes	- Contratos de Licença
- Indicadores Geográficos	- Database	- Contratos de Franquia
- Certificações	- Contratos com consumidores	- Contratos de Propaganda
- Nomes de Domínio (internet)	- Relações com clientes não contratuais	- Leasings
- Acordos de não-competição	- Registros de Vendas e Produção	- Permissões
- Direitos de Design		- Direitos de operação
- Embalagens		- Direitos de exploração
- Direitos autorais sobre embalagens, logos, comerciais, cópias escritas		- Hipotecas
		- Contratos de Trabalho
		- Direitos de Distribuição
		- Cotas de importação /produção
		- Permissões e autorizações Governamentais
		- Contratos de Matéria-Prima
Tecnologia	Artístico	
- Patentes	- Ilustrações	
- Tecnologia ainda não patentiada	- Obras de Arte	
- Em progresso (P&D)	- Filmes	
- Controles do Processo Produtivo	- Fotografias	
- Softwares	- Desenhos	
- Fórmulas secretas	- Direitos Autorais (Personality Rights)	
- Know-how		
- Guias para Produção e Operação		

Tabela 2 – Tipos de ativos intangíveis – IASC Foundations (2008)

Fonte: Iasc Foundation. (2008). Summaries of International Financial Reporting Standards.

Os ativos tangíveis são adquiridos com relativa facilidade, desde que a empresa possua os recursos financeiros para tal. Os ativos intangíveis, por outro lado, são únicos e de propriedade de uma única organização - recursos valiosos, raros, inimitáveis e insubstituíveis (BARNEY, 1991). Contudo, existe uma grande dificuldade na identificação, definição desses ativos, mensuração de seus valores e estimação de suas vidas úteis (FAMÁ, PEREZ 2006). Além disso, as abordagens tradicionais de avaliação financeira apresentam dificuldade em avaliar negócios com ativos intangíveis significantes (LEV, 2001; MIZIK, JACOBSON, 2008;)

Freqüentemente, empresas possuem ativos intangíveis dos quais os benefícios não são corretamente descritos na avaliação contábil da empresa (SRIVASTAVA et al. 1998; MIZIK, JACOBSON, 2008). Normalmente, as demonstrações contábeis existentes reconhecem estes ativos somente quando adquiridos de outras empresas. Assim, deveriam ser desenvolvidas as bases para o reconhecimento e a mensuração de ativos intangíveis gerados internamente (UPTON, 2001).

A avaliação dos ativos intangíveis e capacidades da empresa seriam bastante úteis, pois, segundo Kaplan e Norton (1997), para o sucesso das empresas da era da informação eles são mais importantes do que os ativos físicos e tangíveis.

Lusch e Harvey (1994) compartilham da mesma opinião, afirmando que uma proporção significativa do valor de mercado de uma empresa atualmente reside nos ativos intangíveis não presentes no balanço, mais do que nos demais ativos. Outros autores, como Fisher (2007) e Barth e Clinch (1998), também ressaltam a importância da valoração desses ativos, como comprovado em estudos acerca do mercado de capitais que apontam que analistas preferem negociar com companhias que disponham de ativos intangíveis importantes.

Segundo Carmeli e Tishler, (2004) os ativos intangíveis geram vantagens competitivas e como consequência disto, tornaram-se importantes visto que são um meio das empresas se diferenciarem dos seus competidores (STEWART, 2001).

O ativo intangível não somente é importante para se entrar em um negócio, oferecendo vantagens competitivas, mas para manter essa competitividade (KAYO, 2002). Um dos ativos intangíveis que tem maior visibilidade é a marca. Pesquisas mostram uma forte associação entre o valor das marcas e o valor de mercado das empresas proprietárias dessas marcas.

Segundo Oliveira (2009), empresas possuidoras de alto valor de mercado são aquelas que possuem as marcas mais valiosas em seu portfólio. Uma marca forte proporciona maior lealdade, menor vulnerabilidade às ações de marketing da concorrência, menor vulnerabilidade às crises de marketing, margens de lucro maior, maior inelasticidade a aumentos de preço, maior elasticidade a reduções de preço, possíveis oportunidades de licenciamento ou extensão da marca etc., lucros operacionais maiores e mais consistentes ao longo do tempo (KELLER, 1998).

Segundo Kayo (2006), valorar os ativos intangíveis é importante por vários motivos: primeiramente, eles servem de base para operações de fusão e aquisição; são úteis em operações de securitização ou garantias de empréstimo (REILLY, SCHWELLS, 1998) e também por ser facilitada a gestão desses mesmos ativos, ao se conhecer o valor dos mesmos.

A diferença entre o valor de uma empresa no mercado acionário e o valor contábil da mesma representa os ativos intangíveis (LEV, 2001); fato este que aponta uma possível associação entre os ativos intangíveis e o retorno sobre o investimento das empresas do mercado acionário. Contudo, de acordo com a análise realizada, é difícil encontrar estudos acerca deste tema abordando o mercado acionário brasileiro, assim o presente trabalho busca preencher esse *gap*.

2.2 DESEMPENHO ORGANIZACIONAL

O desempenho empresarial é um assunto recorrente em finanças e um dos conceitos mais importantes em estratégia empresarial (COMBS, CROOK, SHOOK, 2004; VENKATRAMAN, RAMAJUNAM, 1986; SANTOS, 2008; RICHARD, DEVINNEY, JOHNSON, 2009).

Kirby (2005) e Richard et al. (2009) apontam que a definição do desempenho organizacional é uma questão surpreendentemente antiga e aberta, e inclusive mencionam que são poucos estudos que utilizam definições e medidas coerentes. “O desempenho é tão comum na investigação de gestão que a sua estrutura e definição raramente são explicitamente justificadas” (RICHARD et al., 2009, p.719).

Apesar de sua longa existência, o constructo desempenho permanece extremamente atual nos dias de hoje, requerendo cada vez mais a atenção dos gestores. Mesmo que na década de 1980 tenham sido publicadas várias revisões sobre o tema e estudos sobre medidas de desempenho - ex.: Chakravarthy (1986); Venkatraman, Ramanujam (1986) -, nos últimos 20 anos ocorreu um aprimoramento nos estudos. Isso ocorreu devido ao surgimento de medidas de *performance* mais amplas e com um desenvolvimento empírico e metodológico, mas que ainda não foram completamente integrados (RICHARD et al., 2009). Ou seja, apesar da melhoria em pesquisas e análises, existem problemas na mensuração desse conceito, tal como apontam Glick, Muller, Washburn (2005), o que limita avanços teóricos.

Além disso, em cada um desses tipos de desempenho existem sub-temas. Combs et al. (2005), por exemplo, avaliaram estudos da área de estratégia e identificaram diferentes dimensões dentro do construto de desempenho financeiro. Para Brito, Brito, Morganti, (2009) medidas de lucratividade como as de retorno constituem a dimensão mais explorada, as medidas de crescimento constituem uma segunda dimensão e a noção de valor de mercado, a terceira e última dimensão do desempenho financeiro

Na área de marketing, o desempenho da firma tem sido analisado via dois pontos de vista. O primeiro é a *performance* baseada em questões contábeis, que associa a resultados operacionais, tais como resultado, lucro e fluxo de caixa. E a segunda abordagem é baseada no mercado de capitais, relacionada ao retorno das ações, valor de mercado e Tobin's Q, dentre outros indicadores (ANGULO, RIALP, 2007).

Neste contexto, pode-se dizer que há também discussões quanto à classificação e delimitação das fronteiras do constructo desempenho empresarial. A representação apenas por aspectos financeiros é a forma mais tradicional e usada na avaliação do desempenho (PACE, BASSO, SILVA, 2003). Entretanto, medidas não financeiras têm sido recomendadas recentemente por indicar aspectos importantes do ambiente competitivo (PACE, BASSO, SILVA, 2003). Apesar disso, muitos pesquisadores representam a performance por um único construto, apesar de ser mais provável que ele seja multidimensional (GLICK et al. 2005). Trazer, porém, uma única e exclusiva definição de desempenho da firma não é uma tarefa fácil, se não, arriscada.

Diante disso, destaca-se que, independente de em qual contexto os indicadores são utilizados, a inabilidade para compreender e caracterizar o desempenho consistentemente

reduz o efeito e a relevância das pesquisas, pois podem gerar divergência nos resultados, (RICHARD et al., 2009).

A mensuração é essencial para permitir que pesquisadores e gestores avaliem as ações específicas da firma e dos gestores, onde as empresas estão em franca competição com seus rivais, visando compreender como as firmas desenvolvem-se e desempenham-se ao longo do tempo (RICHARD et al., 2009).

As medidas financeiras são convenientes ferramentas para analisar o desempenho da firma em um dado período (SMART, MEGGINSON, GITMAN, 2004), tais como a proporção de liquidez, a proporção de atividade, *turnover inventory*, médias de vendas por dia, período médio de compras, período médio de pagamento.

Em contrapartida, os gestores e pesquisadores têm utilizado distintos indicadores de desempenho, sendo que a obtenção dos dados e seus cálculos são realizados de diferentes formas. Pesquisadores têm mensurado o desempenho econômico das mais diversas maneiras, utilizando desde a avaliação perceptual dos executivos até fontes secundárias de dados, tal como Venkatraman e Ramanujam (1986) colocam. Algumas das medidas utilizam dados longitudinais enquanto outras utilizam dados transversais. O desempenho pode ser tanto medido via um único indicador, quanto via a agregação de vários indicadores. Por fim, tais indicadores podem ser financeiros ou não financeiros, podem ser quantitativos como qualitativos.

Analisando a relação entre o grau de intangibilidade e o desempenho organizacional, alguns autores (FAMÁ, PEREZ, 2006; LUCE et al, 2010) buscam comprovar que o último é influenciado pelo primeiro. Luce et al. (2010) realizaram uma pesquisa com empresas listadas na BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) buscando comparar o desempenho de dois portfólios: um das empresas com elevada proporção de intangibilidade e o outro das que possuem pequena proporção de intangibilidade.

Como variáveis de desempenho, analisou-se Margem Operacional, Margem Líquida, Liquidez Corrente, Retorno sobre Investimento e Beta (risco de mercado), coletados anualmente, durante o período de 2003 a 2007. Para analisar os dois portfólios foi utilizado o teste *U* de Mann-Whitney para comparar as médias das variáveis ao longo dos períodos nos dois portfólios (LUCE et al., 2010).

Os resultados encontrados corroboram com a literatura a respeito dos ativos intangíveis e mostram diferenças de desempenho entre os portfólios, sendo na sua maioria favorável às empresas com maior proporção de intangibilidade (LUCE et al., 2010). O desempenho superior do portfólio de empresas possuidoras de um maior grau de intangibilidade constitui mais uma evidência de que os ativos intangíveis são capazes de gerar vantagem competitiva para suas respectivas companhias, inclusive no cenário brasileiro.

3 OBJETIVOS

3.1 OBJETIVO GERAL

Comparar o desempenho do portfólios de empresas Sempre Tangíveis-Intensivas (STI) com o de empresas sempre Intangíveis-Intensivas (SII) no âmbito da BOVESPA.

3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Definir os critérios para a construção dos portfólios STI e SII
- Identificar as empresas listadas na BOVESPA que satisfaçam os critérios para a construção dos portfólios
- Identificar as métricas para a comparação do desempenho dos portfólios

4 METODOLOGIA

4.1 TIPIFICAÇÃO E HIPÓTESES DA PESQUISA

Este trabalho apresenta uma pesquisa descritiva conclusiva, estruturada e com objetivos bem definidos, pois trabalha com grupos determinados, conforme suas características próprias, observando, registrando, analisando e correlacionando fenômenos, sem manipulá-los, tentando descobrir a frequência com que ocorreram (ANDRADE MARTINS, 1994).

Esta pesquisa possui, ainda, uma abordagem positivista e, segundo Andrade Martins (1994), as metodologias de pesquisa chamadas de convencionais, têm suas bases no positivismo e podem ser entendidas como estudos que se fundamentam em dados empíricos, processados quantitativamente, coletados e trabalhados com objetividade e neutralidade, em que, com base em um consistente referencial teórico, o pesquisador levanta hipóteses e as testa. Neste trabalho, busca-se evidenciar se as deduções teóricas sobre os ativos intangíveis são aplicáveis na prática.

Os procedimentos metodológicos estão concentrados em uma pesquisa eminentemente quantitativa, que trabalha com variáveis amplamente compreendidas, obtidas direta das informações financeiras das próprias empresas. As hipóteses testadas serão:

1. Hipótese Fundamental Nula (H₀): Não existe diferença entre o desempenho econômico de um portfólio de empresas de grande proporção de intangibilidade e um portfólio de empresas de pequena proporção de intangibilidade;
2. Hipótese Alternativa (H₁), temos: Há diferença entre os dois portfólios.

Seguindo Luce et al. (2010) e com base no objetivo proposto optou-se por coletar os dados das empresas brasileiras participantes da BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) com auxílio do *software* Economática®. Em seguida, estes dados foram transportados para uma planilha eletrônica do Microsoft Excel® – com o objetivo de realizar cálculos das

variáveis – e, por fim, se utilizou o programa *Statistical Package for the Social Sciences*® (SPSS) para a análise estatística das variáveis.

Para testar as hipóteses foi utilizado o teste de Mann-Whitney. Segundo Siegel (1975), esse teste constitui uma alternativa não-paramétrica extremamente útil a prova paramétrica t. Stevenson (1981) reafirma que, o teste para duas amostras (teste t), exige que as populações possuam a mesma variância, o que não é necessário no teste Mann-Whitney. Além disso, o teste é considerado tão forte quanto o de duas amostras para médias (STEVENSON, 1981).

4.2 COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

Primeiramente, foram consideradas somente as empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), segundo os dados disponíveis no Economática. Este grupo inicial era composto por 643 empresas.

Em seguida foram retiradas empresas que não possuíam ações negociadas e empresas que deixaram de existir durante o período analisado, o que gerou uma amostra de 240 empresas. Destas empresas, verificou-se no Software Microsoft Excel as que possuíam dados referentes a Patrimônio Líquido e Valor de Mercado durante 2003 à 2009. Foram retiradas da amostra aquelas empresas que não possuíam dados a respeito de qualquer uma destas referências em relação a todos os períodos, restando 153 empresas.

Após, foi realizado o cálculo do Grau de Intagibilidade (GI) de cada empresa utilizando os dados referentes à data do último pregão de cada período. Calculou-se a mediana desta variável ano a ano e categorizaram-se as empresas em dois grupos: Empresas Intangíveis-Intensivas, com GI superior a mediana calculada no período; e Tangíveis-Intensivas, com GI inferior a mediana obtida.

Em seguida, filtraram-se as empresas que permaneceram sempre no mesmo grupo durante todo o período analisado, totalizando 34 empresas Sempre Intangível- Intensivas (STI) e 40 empresas Sempre Tangível-Intensivas (STI).

Após, a amostra de 74 empresas foi classificada de forma decrescente com base no seu grau de intangibilidade. Por fim, a mesma foi dividida em tercís. Para a análise, foram considerados o primeiro tercíl (empresas do grupo Sempre Intagível Intensiva -SII, com grau de intangibilidade mais elevado) e o último (empresas do grupo Sempre Tangível Intensiva - STI, com grau de tangibilidade mais baixo). Estes dois tercís - o primeiro composto por empresas 12 e o último por 13 – foram efetivamente o objeto de análise estatística.

Optou-se pela divisão da amostra em tercís, ao invés de quartis, pois do contrário a amostra ficaria muito reduzida, mesmo que o uso de quartis seja um método de amostragem mais utilizado em estudos similares na literatura de finanças. Autores como Penman (1996) fazem uso da divisão por quartis em seus respectivos artigos.

4.3 VARIÁVEIS ANALISADAS

Com objetivo de mensurar e ter uma visão global do desempenho das empresas analisadas se optou por utilizar métricas que mensurassem a liquidez, a rentabilidade e o desempenho de mercado das empresas.

Foram utilizadas para mensurar a liquidez das empresas os indicadores Liquidez Geral e Liquidez Corrente. Para mensurar a Rentabilidade/ Desempenho Econômico das firmas utilizou-se Margem Operacional, Margem Líquida, Giro do Ativo, Retorno sobre o Ativo e Lucro por Ação. Utilizou-se ainda o Beta (risco) das ações como medida de desempenho de mercado. Por fim, para calcular a Intangibilidade das empresas foi utilizado o Grau de Intangibilidade

4.3.1 Liquidez – Situação Financeira

Segundo os autores Schmdit, Santos e Klockner (2006), os índices que compõe as informações a respeito da liquidez das empresas são utilizados, mais comumente, para

concessão de crédito, já que não importa somente o montante de obrigações que a empresa possui, mas também se ela será capaz de pagar o empréstimo no prazo contratado.

4.3.1.1 Liquidez Geral

Segundo Matarazzo (2006), este índice retrata como esta a saúde financeira de longo prazo da empresas, ou seja, evidencia se a empresa, em teoria, conseguirá fazer frente as suas obrigações. A liquidez geral é obtida pela seguinte equação (Equação 1):

$$LG = A/P \text{ (1)}$$

Onde:

LG = Liquidez Geral

A = Ativo Total

P = Passivo Total

4.3.1.2 Liquidez Corrente

É o índice que compara os bens e os direitos que se converterão em dinheiro em até 12 meses com as obrigações com igual prazo (SCHMIDT, SANTOS, KLOCNER, 2006). Ainda segundo estes autores, o índice de liquidez corrente (Equação 2) é a medida de solvência de curto prazo mais utilizada pelas empresas.

$$LC = AC / PC \text{ (2)}$$

Onde:

LC = Liquidez Corrente

AC = Ativo Circulante, e

PC = Passivo Circulante

4.3.2 Rentabilidade – Situação Econômica

Os índices de rentabilidade têm como objetivo “evidenciar os efeitos dos índices de liquidez, da atividade e de estrutura e de endividamento sobre os resultados obtidos pela empresa” (SCHMIDT, SANTOS, KLOCNER, 2006). Segundo estes mesmos autores, o índice de rentabilidade está intimamente relacionado aos desempenhos econômicos das empresas, apresentando o retorno ou a rentabilidade dos recursos investidos e a eficiência de sua gestão. Os índices de rentabilidade utilizados por este estudo são:

4.3.2.1 Margem Operacional

É o índice que compara o resultado operacional da empresa com as vendas. Dessa forma o índice de margem operacional evidencia a margem proporcionada por cada unidade monetária de venda, isto é, a margem remanescente para o pagamento das despesas não operacionais da empresa (SCHMIDT, SANTOS, KLOCNER, 2006). A equação (3) da margem operacional é dada por:

$$MO = RO / RL \quad (3)$$

Onde:

MO = Margem Operacional

RO = Resultado Operacional e

RL = Receita Líquida

4.3.2.2 Margem Líquida

Segundo Schmidt, Santos e Klockner (2006), a Margem Líquida é obtida pela razão entre o lucro líquido do exercício e a receita líquida de vendas, isto é, evidencia o lucro

proporcionado por cada unidade monetária de venda. A margem líquida é encontrada via a Equação 4:

$$ML = LL / RL \quad (4)$$

Onde:

ML= Margem Líquida

LLE =Lucro Líquido do Exercício, e

RL = Receita Líquida.

4.3.2.3 Giro do Ativo

De acordo com Matarazzo (2006), esse índice demonstra quantas vezes o ativo girou como resultado ou efeito das vendas ou, ainda, quanto a empresa vendeu para cada unidade monetária investida no ativo. Ainda segundo o autor, esse indicador evidencia a eficiência da área comercial da empresa e sua capacidade de utilizar os ativos para gerar receitas. Pode ser calculado como a Equação 5:

$$GA = V / A \quad (5)$$

Onde:

GA = Giro do Ativo

V = Vendas Líquidas

A = Ativo Total

4.3.2.4 Retorno sobre Patrimônio Líquido

Segundo Matarazzo (2006), esse indicador demonstra qual o retorno do investimento do acionista, independentemente de quais tenham sido as fontes de recursos, próprios ou de terceiros. Através dele, ainda segundo o autor, é possível saber quanto a administração,

através do uso dos ativos, obteve de rendimento com a respectiva estrutura de despesas financeiras, considerando-se a divisão entre o capital próprio e de terceiros. Portanto evidencia a taxa de rendimento do Capital Próprio. É calculado através da seguinte equação (7):

$$RPL = LL/PL \text{ (7)}$$

Onde:

RPL = Retorno sobre o Patrimônio Líquido

LL = Lucro Líquido

PL = Patrimônio Líquido

4.3.2.5 Lucro por Ação

De acordo com Matarazzo (2006) este índice representa o montante de lucro gerado em um determinado período por cada ação ordinária em circulação. Dessa forma, demonstra o retorno que a empresa conseguiu obter para cada ação possuída pelos acionista. É obtida pela equação (8):

$$LPA = LL/N^{\circ} A \text{ (8)}$$

Onde:

LPA = Lucro por Ação

LL = Lucro Líquido

N° A = Número de Ações Ordinárias em Circulação

4.3.3 Risco

Segundo Rochman (2009), o beta examina o risco da ação em relação a um determinado mercado acionário, que por sua vez é representado por algum índice de bolsa de

valores, como, por exemplo, o IBOVESPA, o IBrX e o FGV-100. Devido à propagação de serviços de dados sobre o mercado acionário, o beta das empresas analisadas pode ser obtido diretamente no *software* Economática®.

4.3.4 Grau de Intangibilidade

Para calcular o grau de intangibilidade das empresas foi empregada a fórmula do valor de mercado sobre valor contábil. A fórmula do grau de intangibilidade é, de acordo com Kayo (2002), apresentada na Equação 9:

$$GI = \text{VMA} / \text{PLC} \quad (9)$$

Onde:

GI = Grau de Intangibilidade

VMA = Valor de mercado das ações e

PLC = Patrimônio líquido contábil

O grau de intangibilidade trata-se de uma medida relativa e considera-se que quanto maior o grau de intangibilidade, maior a participação relativa de ativos intangíveis na estrutura da empresa (KAYO, 2002, p. 170).

O Valor de Mercado das Ações será calculado multiplicando-se as cotações das ações preferenciais e ordinárias na data do último pregão do ano pela quantidade emitida. Para cálculo do Valor de Mercado das Ações, será utilizado o conceito do *software* Economática que é a multiplicação entre o Total de Ações *Outstanding* e a cotação não ajustada por proventos. Já o Patrimônio Líquido Contábil é um indicador do balanço patrimonial das empresas encontradas nos demonstrativos financeiros publicados por elas anualmente.

5 RESULTADOS

Após a coleta dos dados e a aplicação dos testes estatísticos, realizou-se a análise dos resultados obtidos. Foram analisados os dados das empresas que compõem a amostra final utilizando o teste de Mann-Whitney para cada variável em cada período. As variações entre o número de empresas(n) ao longo dos períodos ocorreu devido a falta de informações de algumas nos mesmos.

5.1 LIQUIDEZ GERAL

Com relação aos resultados encontrados para a variável de liquidez geral (Tabela 3), em todos os anos analisados, o resultado do teste U indicou um valor superior aos valores críticos da tábua K, ou seja, para todo o período os resultados não foram significativos ($p \leq 0,05$).

Ano	Portfólio	N	Mean	U	Sig. 2-tailed
2003	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,31	69	0,624
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,75		
2004	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,62	73	0,785
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,42		
2005	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,46	71	0,702
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,58		
2006	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,77	75	0,87
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,25		
2007	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,04	65,5	0,494
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	14,04		
2008	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	13,04	77,5	0,978
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	12,96		
2009	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,81	75,5	0,892
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,21		

Tabela 3 – Resultados Liquidez Geral

Apesar disso, o portfólio das empresas Sempre Intangível-Intensivas (SII) obteve médias maiores do que as Sempre Tangível-Intensivas (STI). A Figura 1 ilustra essa situação. O fato de tais diferenças serem relativamente pequenas (7% em média) contribui para que a diferença não seja significativa para esta variável.

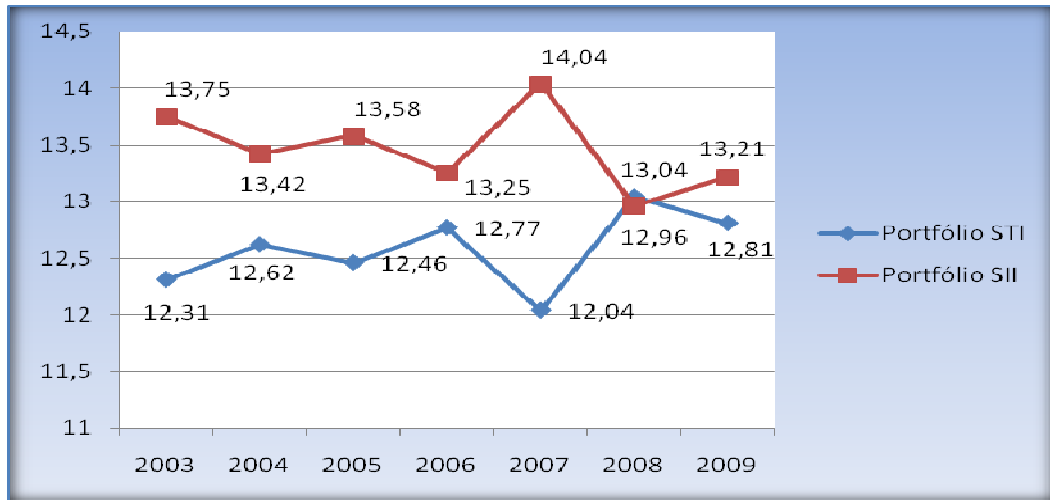


Figura 1- Média da Liquidez Geral dos Portfólios.

5.2 LIQUIDEZ CORRENTE

Verificando os resultados a respeito da liquidez corrente (Tabela 4), conclui-se que em 3 dos períodos (2006, 2007 e 2009) estudados o valor de U obtido é inferior aos valores críticos da tábua K ($p \leq 0,1$), o que resulta em resultados significativo nesses anos.

Ano	Portfólio	N	Mean	U	Sig. 2-tailed
2003	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,27	68,5	0,605
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,79		
2004	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	11,46	58	0,276
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	14,67		
2005	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	10,77	49	0,113
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	15,42		

Ano	Portfólio	N	Mean	U	Sig. 2-tailed
2006	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	10,58	46,5	0,086
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	15,63		
2007	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	10,42	44,5	0,068
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	15,79		
2008	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	11,38	57	0,252
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	14,75		
2009	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	10,58	46,5	0,085
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	15,63		

Tabela 4 – Resultados Liquidez Corrente.

Entretanto, no cálculo das médias o portfólio das empresas Sempre Intangíveis-Intensivas obteve valores maiores do que as Sempre Tangíveis-Intensivas. Em média o portfólio SII alcançou médias 37% superiores ao STI, ainda que tais resultados não tenham sido significativos para esta variável. A Figura 2 demonstra tal diferença.

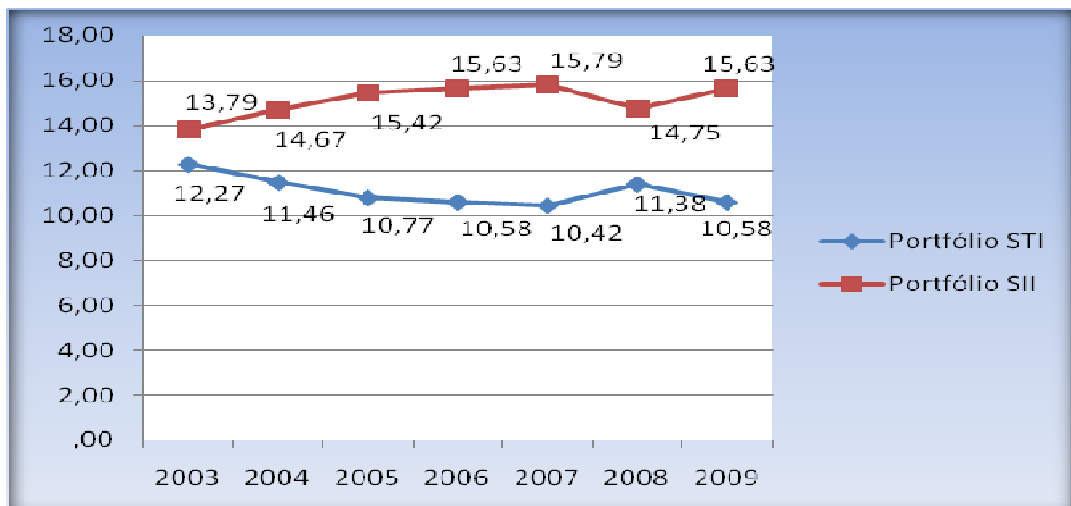


Figura 2 – Média da Liquidez Corrente dos Portfólios.

As análises das médias de liquidez geral e corrente dos portfólios indicam que as duas amostras não possuem diferenças significativas nestas variáveis, ainda que a média das empresas Sempre Intangíveis-Intensivas tenha sido superior em quase todos os períodos analisados (menos na liquidez geral de 2008).

5.3 MARGEM OPERACIONAL

A respeito da margem operacional das empresas analisadas no período (Tabela 5), verificou-se que o grupo das Sempre Intangível-Intensivas em 28% dos casos estudados (2 anos) obteve o valor do U abaixo dos valores críticos da tábua K . Isto indica que somente neste anos, 2003 e 2005, o resultado foi significativo ($p \leq 0,05$). Nos demais períodos, não foram encontrados resultados significativos.

Ano	Portfólio	N	Mean	U	Sig. 2-tailed
2003	Sempre Tangíveis-Intensivas	12	8,67	26	0,008
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	16,33		
2004	Sempre Tangíveis-Intensivas	12	11,42	59	0,453
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,58		
2005	Sempre Tangíveis-Intensivas	12	9,54	36,5	0,04
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	15,46		
2006	Sempre Tangíveis-Intensivas	12	10,67	50	0,204
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	14,33		
2007	Sempre Tangíveis-Intensivas	12	10,33	46	0,218
	Sempre Intangíveis-Intensivas	11	13,82		
2008	Sempre Tangíveis-Intensivas	12	11,5	60	0,488
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,5		
2009	Sempre Tangíveis-Intensivas	11	11,36	59	0,667
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	12,58		

Tabela 5 – Resultados Margem Operacional.

O portfólio das empresas Sempre Intangível-Intensivas apresentou em todos os períodos analisados resultados superiores em suas médias do índice de margem operacional em relação ao portfólio das empresas Sempre Tangível-Intensivas.

No ano de 2004, foi encontrada a menor diferença entre os portfólios, sendo a média das SII apenas 8% maior que a das STI. Contudo, no ano de 2003, foi encontrada a maior diferença do período estudado, com a média da margem operacional das SII sendo 67% maior que a das STI. Em geral, a média do portfólio das empresas Sempre Intangível-Intensivas foi 33% maior que a do portfólio das empresas Sempre Tangível-Intensivas, conforme se pode perceber na Figura (3) abaixo.

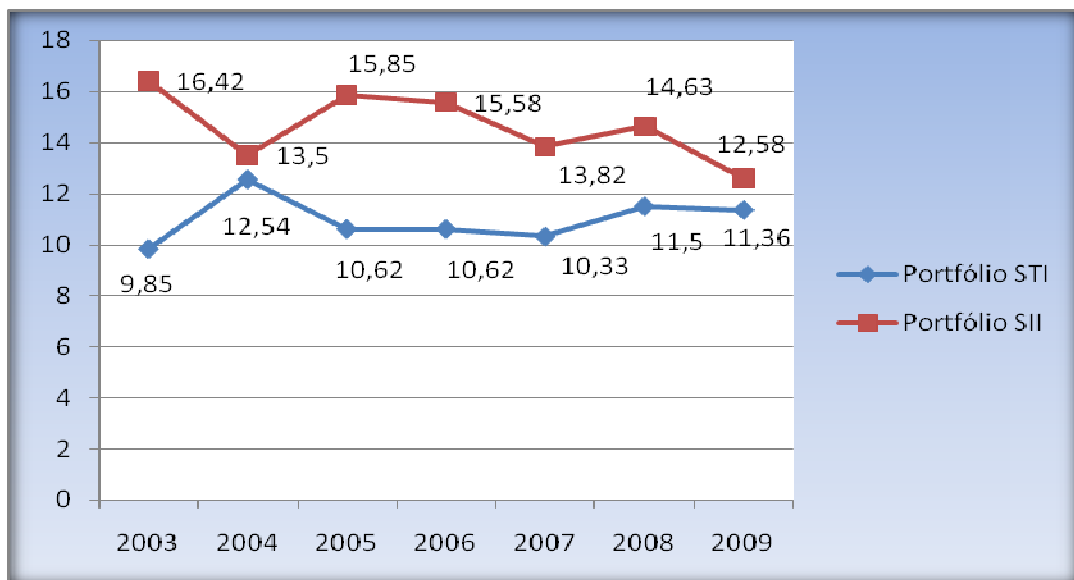


Figura 3 – Média da Margem Operacional dos Portfólios.

5.4 MARGEM LIQUIDA

Ao analisar os resultados a respeito da margem líquida nos períodos pesquisados (Tabela 6), verifica-se que em 56% dos períodos, 2003 e 2007 ($p \leq 0,05$) 2005 e 2006 ($p \leq 0,1$), o resultado do teste U foi inferior aos valores críticos da tábua K , conseqüentemente, os resultados encontrados para esta variável foram significativos nestes períodos. Assim, nos outros anos os resultados encontrados não são significativos

Ano	Portfólio	N	Mean Rank	U	Sig. 2-tailed
2003	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	9,85	37	0,026
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	16,42		
2004	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,54	72	0,744
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,5		
2005	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	10,62	47	0,092
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	15,58		
2006	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	10,62	47	0,092
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	15,58		
2007	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	9,62	34	0,03
	Sempre Intangíveis-Intensivas	11	15,91		
2008	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	11,5	58,5	0,289
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	14,63		
2009	Sempre Tangíveis-Intensivas	12	11,3	58	0,419
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,67		

Tabela 6 – Resultados Margem Líquida.

Novamente, a amostra das empresas Sempre Intangível-Intensivas apresentou resultados superiores em suas médias sobre o portfólio das empresas Sempre Tangível Intensivas em todos os períodos analisados. Em 2003, foi encontrada a maior diferença entre os portfólios, sendo a média da margem operacional das SII 67% maior que a das STI. Logo em seguida vem o ano de 2007 que apresentou a segunda maior diferença, 65%. Entretanto, em 2004, tal diferença foi bastante reduzida, pois a média da margem operacional das SII foi apenas 8% maior que a das STI.

Em geral, a média do portfólio das empresas Sempre Intangível-Intensivas foi 40% maior que a do portfólio das empresas Sempre Tangível- Intensivas (Figura 4).

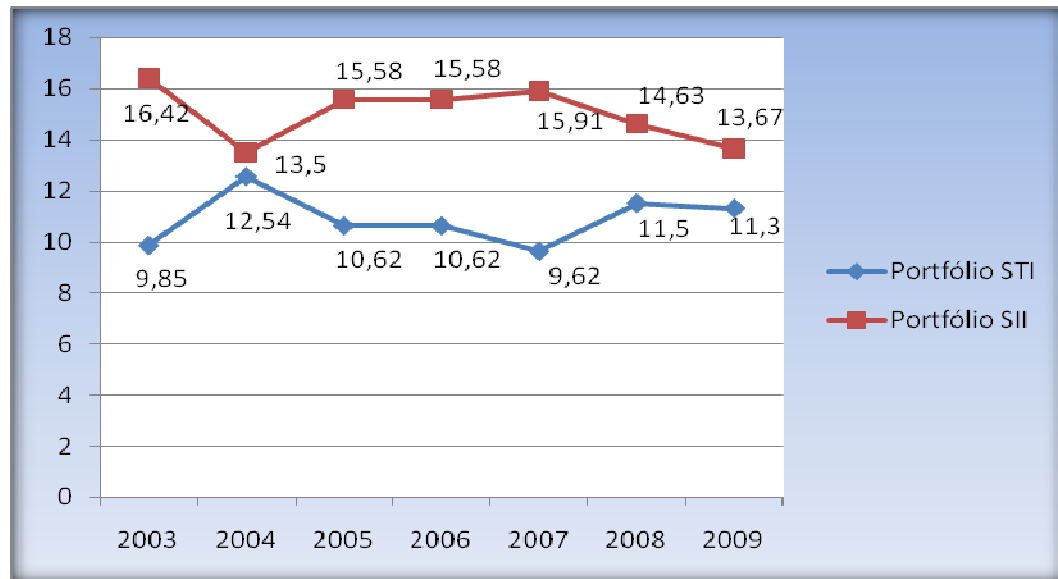


Figura 4 – Média da Margem Líquida dos Portfólios.

5.5 GIRO DO ATIVO

Verificando os resultados a respeito do Giro do Ativo (Tabela 7), conclui-se que em 4 dos períodos (2003, 2005, 2006 e 2007) estudados o valor de U obtido é inferior aos valores críticos da tábua K, o que gera resultados significativos nesses períodos.

Ano	Portfólio	N	Mean	U	Sig. 2-tailed
2003	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	10,35	43,5	0,054
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	15,88		
2004	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	11,19	54,5	0,184
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	14,96		
2005	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	10,46	45	0,064
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	15,75		
2006	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	10,46	45	0,064
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	15,75		
2007	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	10,35	43,5	0,095

Ano	Portfólio	N	Mean	U	Sig. 2-tailed
2008	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	15,05	52	0,143
	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	11		
2009	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	15,17	45,5	0,115
	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	10,29		
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	14,71		

Tabela 7 – Resultados Giro Do Ativo.

Ainda que em nenhum periodo a diferença entre as médias tenha sido significativa, as empresas com alto grau de intangibilidade obtiveram médias superiores em todos anos. Em média, a diferença entre a média do giro do ativos das duas amostras foi de 45%. Em 2003 esta diferença foi de 53% e em 2005 e 2006 foi de 51%.

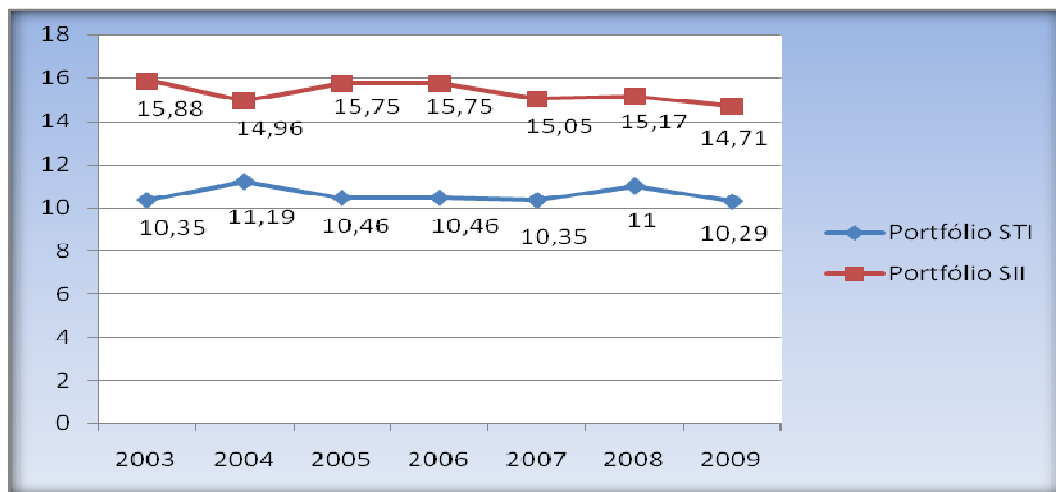


Figura 5 – Média do Giro dos Ativos dos Portfólios.

5.6 RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO

No que diz respeito ao retorno sobre o patrimônio líquido, verificou-se que o grupo das Sempre Intangível-Intensivas obteve, em 86% dos casos estudados (6 anos), um valor de

U abaixo dos valores críticos da tábua K (2007 e 2009 à $p \leq 0,05$; 2003, 2004, 2005 e 2006 à $p \leq 0,1$). Isto indica que na maior parte dos anos a média das SII foi significativamente maior.

Ano	Portfólio	N	Mean	U	Sig. 2-tailed
2003	Sempre Tangíveis-Intensivas	9	7,44	22	0,023
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,67		
2004	Sempre Tangíveis-Intensivas	9	7,39	21,5	0,033
	Sempre Intangíveis-Intensivas	11	13,05		
2005	Sempre Tangíveis-Intensivas	9	8,11	28	0,065
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,17		
2006	Sempre Tangíveis-Intensivas	9	8,33	30	0,088
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13		
2007	Sempre Tangíveis-Intensivas	9	6	9	0,002
	Sempre Intangíveis-Intensivas	11	14,18		
2008	Sempre Tangíveis-Intensivas	9	8,56	32	0,118
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	12,83		
2009	Sempre Tangíveis-Intensivas	8	6,25	14	0,009
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,33		

Tabela 8 – Resultados Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

A Figura 6, ilustra esta significativa diferença. Nos períodos analisados, as empresas SII obtiveram médias de retorno sobre patrimônio líquido 113% maiores, em média. A diferenças entre as amostras foram mais elevadas nos anos de 2007 e 2009, com as SII tendo médias 136% e 113%, maiores, respectivamente. No ano de 2003, foi encontrada a menor diferença entre os portfólios, sendo a média do retorno sobre o patrimônio líquido das SII 50% maior que a das STI.

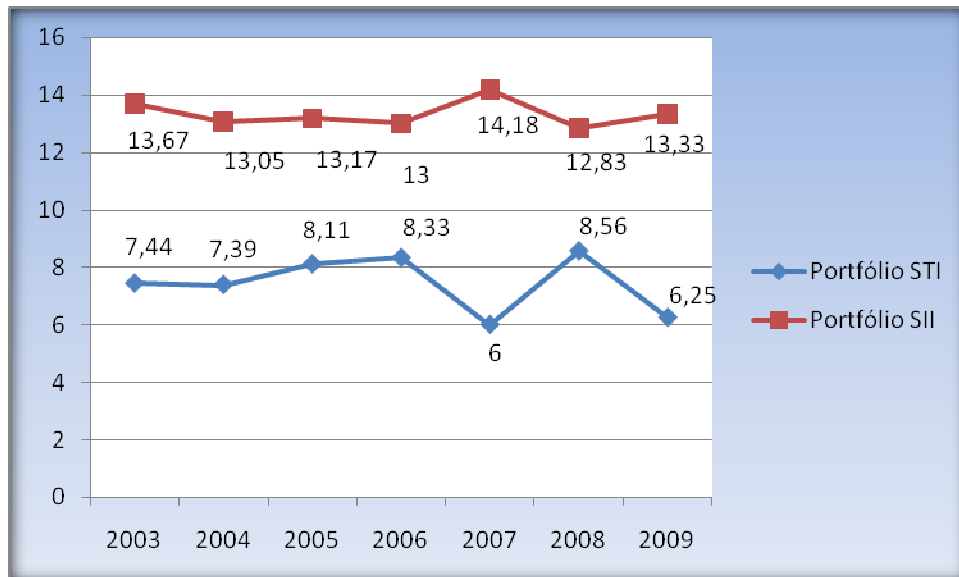


Figura 6 – Média do Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

5.7 LUCRO POR AÇÃO

Em relação ao Lucro por ação das duas amostras, em 4 anos (2003, 2005, 2006 e 2007), as SII obtiveram médias significativamente superiores as STI ($p \leq 0,05$), o que equivale a 58% dos períodos analisados.

Ano	Portfólio	N	Mean	U	Sig. 2-tailed
2003	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	9,85	37	0,026
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	16,42		
2004	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,38	70	0,663
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,67		
2005	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	10,15	41	0,044
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	16,08		
2006	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	9,85	37	0,026
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	16,42		
2007	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	9,38	31	0,019

Ano	Portfólio	N	Mean	U	Sig. 2-tailed
2008	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	16,18	70	0,663
	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,38		
2009	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,67	59	0,453
	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	11,42		
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,58		

Tabela 9 – Resultados Lucro Por Ação.

Nesses anos, como fica evidente na Figura 7, as médias das SII, foram 67%, 58%, 67% e 72% maiores que as STI. Na média as empresas com alto grau de intangibilidade, obtiveram um desempenho 43% superior.

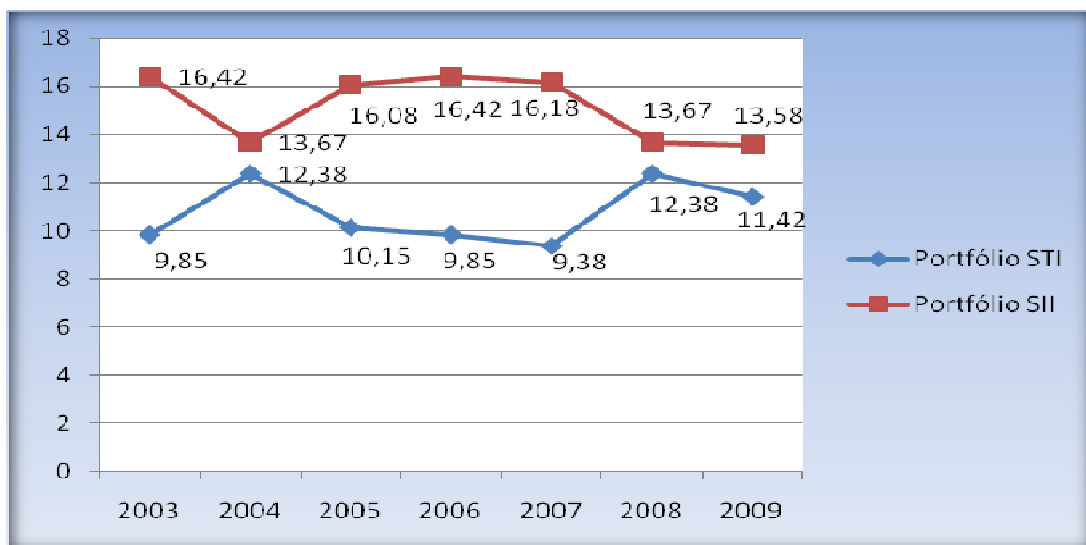


Figura 7 – Média do Lucro por Ação dos Portfólios.

5.8 BETA

Em relação ao Beta das duas amostras analisadas (Tabela 10), verificou-se que o valor de U encontrado é superior aos valores críticos da tábua K em todos os periodos analisados, o que determina que nenhum resultado foi significativo.

Ano	Portfólio	N	Rank	U	Sig. 2-tailed
2003	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,62	73	0,784
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,42		
2004	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	13,04	77,5	0,978
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	12,96		
2005	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	11,27	55,5	0,218
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	14,88		
2006	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	13,85	67	0,549
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	12,08		
2007	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,81	75,5	0,892
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,21		
2008	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	13,19	75,5	0,891
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	12,79		
2009	Sempre Tangíveis-Intensivas	13	12,46	71	0,703
	Sempre Intangíveis-Intensivas	12	13,58		

Tabela 10 – Resultados Beta.

O beta foi a única variável que em todos os periodos a diferenças entre os portfólios foi realmente muito pequena. A maior diferença foi encontrada no ano de 2005, no qual as SII tiveram um desempenho 32% maior. Entretanto, na média, não existiu diferença entre as variáveis nos periodos analisados, chegando ao ponto de em 2006 e 2008 o desempenho das STI ser um pouco superior (1% em 2006 e 13% em 2008), mesmo que não significativamente.

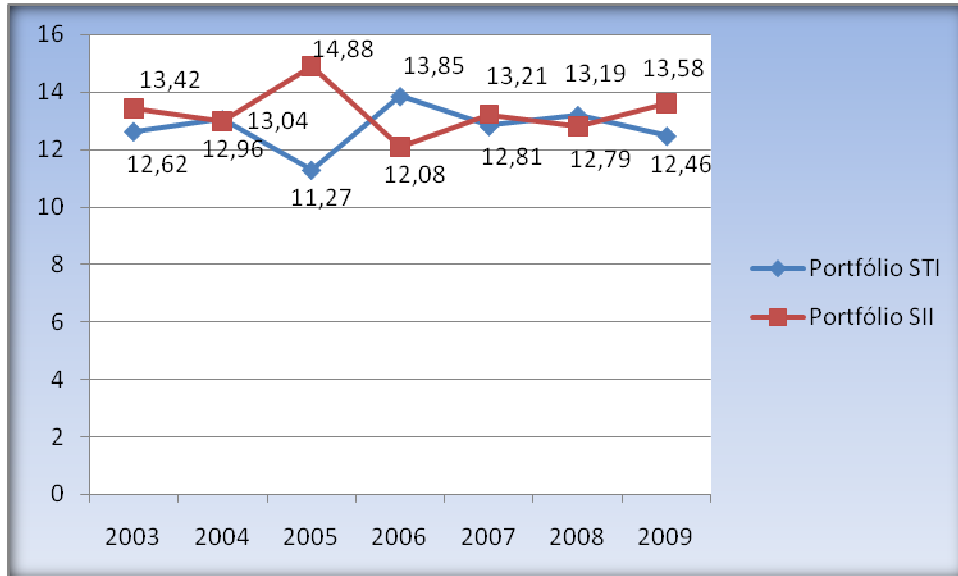


Figura 8 – Média do Beta dos Portfólios.

5.9 MÉDIAS E COMPARAÇÕES ENTRE OS PORTFÓLIOS

Este item apresenta um resumo dos principais resultados encontrados, os quais podem ser visualizados na Tabela 11.

Principais Resultados (7 anos)	Liquidez Geral	Liquidez Corrente	Margem Operacional	Margem Líquida	Giro do Ativo	Lucro por Ação	Retorno s/ PL	Beta	Port
Porcentagem dos 7 anos cuja	14%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	43%	STI
mean rank de um portfólio é superior ao outro	86%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	57%	SII
Média Geral	12,58	11,07	9,35	10,86	10,59	10,77	7,44	13	STI
	13,46	15,10	12,83	15,04	15,32	15,15	13,32	13	SII

Tabela 11 - Comparação Resultados.

De acordo com a Tabela 12, pode-se afirmar que o portfólio das empresas Sempre Intangível-Intensivas (SII) possui melhor desempenho econômico. Como é observado, o portfólio das Sempre Intangível-Intensivas teve um *mean rank* superior em todos os períodos em 6 das 8 variáveis analisadas. Na liquidez corrente em apenas um ano as Sempre Tangíveis-Intensivas tiveram o *mean rank* superiores e no beta em três períodos tal fato ocorreu, mas em nenhum deles o resultado foi significativo

Os autores Wagner, Motta e Dornelles (2004), colocam que quando a *mean rank* de um grupo for maior do o de outro esse possuirá um resultado mais significante. Porém, não foram encontrados resultados estatisticamente significativos em todas as variáveis, ou seja, grandes distinções sobre o desempenho dos portfólios. Em alguns indicadores, como liquidez geral ou corrente, em 100% dos períodos não houve diferença significativa entre as médias dos Portfólios. Mesmo assim as SII obtiveram médias superiores.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Kayo (2002) coloca que os ativos intangíveis são o conjunto de estruturas de conhecimentos, práticas e atitudes da empresa que, interagindo com seus ativos tangíveis, contribuem para a formação do valor das empresas. Outros autores defendem que uma proporção significativa do valor de mercado de uma empresa reside nos ativos intangíveis não presentes no Balanço Patrimonial (LUSCH, MICHAEL 1984; SRIVASTAVA, TASADDUQ, FAHEY, 1998; AAKER, JACOBSON, 2001).

Indo ao encontro dessas análises, o presente trabalho teve como objetivo verificar se existe diferença entre o desempenho econômico de um portfólio de empresas classificadas com grande proporção de intangibilidade e um portfólio de empresas classificadas com uma pequena proporção de intangibilidade.

Para alcançar tal objetivo, foram criados dois portfólios distintos: um com empresas que se mantiveram com alto grau tangibilidade em todos os períodos analisados (Sempre Tangíveis-Intensivas - STI) e outro formado por empresas com alto grau de intangibilidade (Sempre Intangível-Intensivas - SII).

As empresas do portfólio SII obtiveram resultados diferentes de desempenho, alcançando resultados mais favoráveis do que as empresas do portfólio STI o que vem a acrescentar à literatura que cita que a presença de ativos intangíveis contribui muito para a obtenção de importantes vantagens competitivas (FAMÁ, 2006).

Mais especificamente, verificou-se que o portfólio das empresas consideradas Sempre Intangível-Intensivas obteve desempenho sempre superior ao das empresas Sempre Tangível-Intensivas em 5 das 7 variáveis, ainda que esta superioridade não tenha sido estatisticamente significativa na maior parte dos períodos.

Estes resultados têm como consequência à rejeição da hipótese nula deste artigo, reforçando as conclusões da literatura existente de que há diferenças no desempenho econômico dos portfólios de acordo com o grau de intangibilidade das suas empresas, tal como haviam concluído Luce et al. (2010), no artigo que serviu de base nesta pesquisa.

Entretanto, ao comparar com o trabalho de Luce et al (2010), se deve ressaltar que os autores encontraram em seus portfólios resultados mais estatisticamente significativos. Ainda que exista diferenças na quantidade de períodos analisados e em algumas métricas utilizadas para mensurar o desempenho, estas diferenças devem ser destacadas.

REFERÊNCIAS

- AAKER, D.A.; JACOBSON, R. (2001). The value relevance of brand attitude in high-technology markets. **Journal of Marketing Research**, 38(4), p. 485-493.
- ANDRADE MARTINS, Gilberto de. **Metodologias convencionais e não-convencionais e a pesquisa em administração**. *Caderno de Pesquisas Administração*. V. 0, nº 0, 2º sem., São Paulo, 1994.
- ANGULO, L. F.; RIALP, J. (2007). **The interplay between cumulative customer satisfaction and brand value: its effect on cash flow, ROI and tobin's q**. Working paper. Autonomous University of Barcelona . Business economics department
- BARNEY, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, 17(1), p. 99-120.
- BARTH, M. E, CLINCH, G. (1998). Revalued financial, tangible, and intangible assets: associations with share prices and non-market-based value estimates. **Journal of Accounting Research** , 36(3), p.199-233.
- BOULTON, Richard S.; LIBERT, Barry D.; SAMEK, Steve M..**Cracking the value code**. New York: Harper Collings Publishers, 2001.
- BRITO, E. P. Z.; BRITO, L. A. L.; MORGANTI, F. (2009). **Inovação e o desempenho empresarial: lucro ou crescimento?** v. 8, n. 1, *RAE Eletrônica*.
- CARMELI, A.; TISHLER, A. (2004) The relationships between intangible organizational elements and organizational performance. **Strategic Management Journal**, 25(13), p. 1257-1278.
- CHAKRAVERTHY, B. S. (1986). Measuring Strategic Performance. *Strategic Management Journal*, v.7, p. 437-458.
- COMBS, J. G., CROOK, T. R., SHOOK, C. L. (2005). The dimension of organizational performance and its implications for strategic management research. **Research methodology in strategy and management**. San Diego: Elsevier, p. 259-286.
- FAMÁ, R.; PEREZ, M. (2006). Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista Contabilidade Financeira - USP**, 40(1), p. 7 – 24.
- FLAMHOLTZ, Eric. **Human resources accounting**. Londres:Jossey-Bass Publishers, 1985.
- FISHER, M. (2007). **Valuing Brand Assets: a cost-effective and easy-to-implement measurement approach**. MSI Reports, Cambridge.

GITMAN, L. J. **Princípios da Administração Financeira**. 10.ed.. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

GLICK, W. H.; WASHBURN, N. T.; MILLER, C. C. (2005). The myth of firm performance. In: **Annual Meeting of the Academy of Management**. Honolulu.

Iasc Foundation. (2008). **Summaries of International Financial Reporting Standards**. Disponível em: <http://www.iasplus.com/standard/ias38.htm>. Acesso em: Maio, 2010.

INTERBRAND (2004a). **Brand Valuation: the financial value of the brands..** Disponível em: <http://www.brandchannel.com/images/papers/financial_value.pdf>. Acesso em: Maio, 2010.

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

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

KELLER, K. L. **Strategic brand management: building, measuring, and managing brand equity**. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

KIRBY, J. (2005). **Toward a theory of high performance**. Harvard Business Review, v. 83, p. 30–39.

LEV, B. (2001). **Intangibles: management and reporting**. Washington: Brookings.

LUCE, Fernando B. et al. (2010) **Grau de Intangibilidade e o desempenho econômico das empresas no Mercado Acionário Brasileiro**. Working Paper – Porto Alegre: UFRGS – ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO.

LUSCH, R.; MICAHEL, G. (1984). Opinion: The Case for an Off-Balance-Sheet Controller. **Sloan Management Review**, 35(Winter), p101-105.

MATARAZZO, D R. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem Básica e Gerencial**, 6.ed., São Paulo: Atlas, 2006

MIZIK, N., JACOBSON, R. (2008) The financial value impact of perceptual brand attributes. **Journal of Marketing Research**, XLV, p. 15-32.

MIZIK, N., JACOBSON, R. (2009). Valuing branded businesses. **Journal of Marketing**, 73(6), p.137-153.

OLIVEIRA, M. R. (2009). **O Valor da Marca e o Valor ao Acionista em Empresas Brasileiras**. Dissertação de Mestrado, Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, BR.

PACE, E. S. U.; BASSO, L. F. C.; SILVA, M. A. (2003). **Indicadores de desempenho como direcionadores de valor**. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), p. 37-65.

PARR, Russell L.(1994). **Investing in intangible assets: finding and profiting from hidden corporate value**. New York: John Wiley & Sons.

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

RICHARD, P. J.; DEVINNEY, T.M.; JOHNSON, Gerry. (2009). Practice Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice. **Journal of Management**, v.35, n.3, p. 718-804.

ROCHMAN, R. R. (2009). **O CAPM (Parte Final) – Beta**. Artigo disponível em: <http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1695831&path=/investimento/s/noticias/colunistas>. Acesso em: Maio, 2010

SANTOS, J. B. (2008). **Uma proposta de conceituação e representação do desempenho empresarial**. 2008. 126p. Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

SCHIMIDT, P.; SANTOS, J. L.; KLOECNER, G. **Avaliação de Empresas: foco na gestão de valor das empresas - teoria e pratica**. 2 ed., São Paulo: Atlas, 2006

SIEGEL, S. **Estatística não paramétrica para as ciências do comportamento**. 5.ed., São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1975.

SHETH, Jagdish; SISODIA, N.; RAJENDRA S.(2002) Marketing productivity: conceptualization, measurement and improvement. **Journal of Business Research**, v.55, n.5, p. 349-362.

SMART, S. B.; MEGGINSON, W.L., GITMAN, L. J. **Corporate Finance**. Thomson South-Western: USA, 2004.

SRIVASTAVA, R. K. S.; TASADDUQ, A.; FAHEY, L. (1998). Market-based Assets and shareholdervalue: a framework for analysis. **Journal of Marketing**, 62(1), p. 2- 18.

STEWART, Thomas. **Intellectual capital: the new wealth of organizations**. 3.ed. New York: Doubleday, 1999.

STEWART, Thomas. **The wealth of knowledge: intellectual capital and the twenty-first century organization**. 5 ed. New York: Doubleday, 2001

SVEIBY, Karl E.. **The new organizational wealth: managing and measuring**. 4.ed., San Francisco: Berrett-Koehler, 1997.

STEVENSON, W. J. **Estatística Aplicada à Administração**. 3.ed., São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1981

UPTON, W. S. (2001). Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy. **Financial Accounting Series - Special Report**. USA: FASB.

VENKATRAMAN, N., RAMANUJAM, V. (1986). Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches. **Academy of Management Review**, v. 11, n. 4, p. 801-814.

Wagner, M. B., Motta, V. T., & Dornelles, C. (2004). **SPSS Passo a Passo: Stastical package for the social sciences - Caxias do Sul: Educs.**