

Valoração dos intangíveis das empresas de telecomunicações no Brasil

*Giovanna Gerolamo Pupin
David Ferreira Lopes Santos
Santiago Valcacer Rodrigues*

RESUMO: Esta pesquisa tem por objetivos valorar os ativos intangíveis do Setor de Telecomunicações no Brasil, a partir dos principais métodos de precificação e analisar os seus reflexos na constituição do valor das empresas. Os processos de avaliação deste tipo de ativo, ainda, são controversos e as bases, que suportam os valores nas demonstrações financeiras da IFRS (*International Financial Reporting Standards*), são limitadas quanto ao impacto econômico destes ativos. Neste sentido, escolheu-se as cinco empresas instaladas no Brasil com ativos negociados na BM&FBOVESPA de 2003 até 2010. A abordagem metodológica foi do tipo descritivo, a partir dos métodos quantitativos que consideram a capacidade de criação de valor econômico (EVA[®], MVA[®] e Q-Tobin). As empresas analisadas foram: Oi S.A., Telemar Participações S.A., Inepar Telecomunicações S.A., Vivo S.A. e Tim Participações S.A. Os resultados mostraram que as cinco empresas não agregaram valor por meio dos ativos intangíveis no período analisado. Os valores dos ativos intangíveis combinados com os tangíveis não refletiram os valores de mercado das empresas, o que contraria o *framework* teórico utilizado. Dessa forma, este estudo abre novas oportunidades de pesquisa para captar o valor intangível das organizações e, com efeito, o seu real impacto no valor de mercado.

Palavras-chave: EVA[®]. MVA[®]. Q de Tobin. Telecomunicações. Valor de Mercado.

ABSTRACT: This research aims to evaluate the intangible assets of the Telecommunications Sector in Brazil, based on the main methods of pricing and analyze their effects on the constitution of the value of companies. The assessment processes of this type of asset are still controversial and the bases supporting the amounts in the financial statements of IFRS (International Financial Reporting Standards) are limited to the economic impact of these assets. In this sense, it chose the five installed in Brazil with assets traded on BM&FBOVESPA since 2003 to 2010. The companies methodological approach was a descriptive one, from the quantitative methods that consider the ability to create economic value added (EVA[®], MVA[®] and Q-Tobin). The companies analyzed were: Oi S.A., Telemar Participações S.A., Inepar Telecomunicações S.A., Vivo S.A. and Tim Participações S.A. The results show that the five companies did not add value through intangible assets for that period. The combined values of intangible assets with tangible did not reflect the market values of firms which contradicts the theoretical framework used. Thus, this study opens up new research opportunities to capture the intangible value of organizations and, indeed, their actual impact on the market value.

Keywords: EVA[®].MVA[®]. Tobin's Q. Telecommunications. Market Value.

Recebido em: 17/11/2014

Aprovado em: 22/02/2016

Sistema de Avaliação: Double Blind Review

Editores Científicos: Maria Aparecida de Souza Melo e Simone Pereira Silva Bastos

1 INTRODUÇÃO

A valoração dos ativos intangíveis é um dos temas controversos na literatura, em razão das diferentes abordagens metodológicas, natureza do investimento e a complexidade deste recurso no interior das organizações (TSAI, LU, YEN, 2012; LEITE, SANTOS, 2013; BEISLAND, KNIVSFLÅ, 2015). É consenso teórico, contudo, a importância significativa dos ativos intangíveis no desempenho e na criação de valor das empresas (PENMAN, 2009; RITTA, ENSSLIN, ROCHI, 2010; CIFTCI, DARROUGH, 2015).

Estudos recentes têm procurado valorar ativos intangíveis específicos, como marcas (REYNEKE, ABRATT, BICK, 2014), patentes (IAZZOLINI, MIGLIANO, 2015), pesquisa e desenvolvimento (CIFTCI, DARROUGH, 2015) e capital intelectual (VELTRI, VENTURELLI, MASTROLEO, 2015) em que a corrente majoritária, nesses estudos, é o foco em setores específicos, ou mesmo na delimitação em casos únicos ou múltiplos (PENMAN, 2009).

Alguns setores são proeminentes, em especial aqueles associados à indústria de transformação (LEITE, SANTOS, 2013), de modo que, alguns setores de serviços, intensivos em ativos intangíveis, ainda, não receberam a mesma atenção acadêmica para fins de valoração, a despeito da sua importância, como é o caso do setor de telecomunicações (NASCIMENTO *et al.*, 2012)

O setor de telecomunicações é uma atividade econômica com desdobramentos em diversas esferas de um país (social, infraestrutura, serviços, educação, indústria) e exerce influência, inclusive, no comportamento da sociedade (ASSUNÇÃO, PAULO, 2010; SILVA, SANTOS, 2015).

O Brasil é o quinto maior mercado de telecomunicações do mundo e, em 2014, era o terceiro país em número de aparelhos celulares/smartphones do globo, o que torna o mercado brasileiro relevante para a indústria mundial de telecomunicações (ANATEL, 2012). Em adição, o setor de telecomunicações representa, aproximadamente, 5% do Produto Interno Bruto – PIB (IPEA, 2010). Segundo a Agência Nacional de Telecomunicações - ANATEL (2012) dezenove (19) empresas estavam autorizadas a atuar no setor em seus diferentes segmentos: telefonia móvel e fixa, internet e TV por assinatura.

O fim do monopólio da União no setor de telecomunicações em 1997, com a cisão do sistema Telebrás, a integração das bases de dados no país e a desregulamentação dos mercados trouxe uma nova realidade institucional ao setor, com múltiplas movimentações societárias no âmbito nacional e potencializadas com os processos internacionais de fusão e incorporação (CANÇADO *et al.*, 2011).

Kayo *et al.* (2006) assinalam que o valor dos ativos intangíveis se torna evidente nos processos de fusão e incorporação de empresas, quando os valores anunciados dos negócios diferem dos valores contabilizados nas demonstrações financeiras. Tradicionalmente, a contabilidade reconhecia esta diferença como *goodwill* que foi a primeira tentativa para registrar o valor dos intangíveis (MARTINS *et al.*, 2010; SALAMUDIN *et al.*, 2010).

No caso brasileiro, um exemplo recente entre a diferença entre o valor negociado e o valor apurado nas demonstrações financeiras padronizadas foi o caso da incorporação da GVT S.A. pela VIVO S.A. em agosto de 2014, quando o valor da transação alcançou os R\$ 22 bilhões contra um balanço patrimonial inferior a R\$

8 bilhões (VALOR ECONÔMICO, 2014). Este exemplo não significa, de forma estrita, que a diferença se refere aos ativos intangíveis, mas contextualiza a dinâmica dos recursos organizacionais (tangíveis e intangíveis) na criação de valor econômico, por vezes, diferentes daquele registrado nas demonstrações financeiras (PEREZ, FAMÁ, 2006; SALAMUDIN *et al.*, 2010), em especial, neste setor de interesse cujos processos e produtos centrais são intangíveis (CANÇADO *et al.*, 2011; NASCIMENTO *et al.*, 2012).

Jordão e Colauto (2012), Nascimento *et al.* (2012) e Silva e Santos (2015) analisaram o grau de evidenciação dos ativos intangíveis, a relação do Grau de Intangibilidade com o desempenho empresarial e as métricas de desempenho com o valor de mercado para as empresas instaladas no Brasil no setor de Telecomunicação, porém estes estudos não abordaram a valoração dos ativos.

Diante da relevância apontada para o setor e da ausência de estudos sobre o valor dos intangíveis no setor de telecomunicações, após consulta às principais bases de dados (*Web of Science, Scopus, Scielo e P@athernon*), é que esta pesquisa se posiciona, não como um fim em si mesma, mas como um esforço inicial que versa sobre o entendimento da importância dos ativos intangíveis para o valor das empresas.

A partir do exposto, a motivação que norteou a elaboração deste estudo residuiu na seguinte questão: Qual o valor dos ativos intangíveis das empresas de telecomunicações instaladas no Brasil?

No interesse de alcançar a solução para o problema desta pesquisa, o estudo foi direcionado para os seguintes objetivos: i) Valorar os ativos intangíveis das empresas de telecomunicações listadas na

BM&FBOVESPA entre 2003 e 2010; e ii) Analisar comparativamente os modelos de valoração dos ativos intangíveis na criação de valor de mercado das empresas.

Sendo assim, as seções subsequentes estruturam o artigo, com vistas ao alcance dos seus objetivos, a partir do referencial teórico que perpassa os métodos de valoração dos ativos intangíveis, para então, serem apresentados os procedimentos metodológicos utilizados. Os resultados são apresentados e discutidos de forma analítica, sendo as considerações finais, a última seção do artigo com as implicações do estudo e as sugestões para novos trabalhos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Ativos Intangíveis

Para Ertug e Castellucci (2015) o estudo dos ativos intangíveis encontra-se em uma das áreas mais complexas e desafiadoras da contabilidade e finanças. Esta complexidade está relacionada à dificuldade de mensuração destes ativos, pois são investimentos de difícil identificação, definição, apresentam elevadas incertezas quanto aos resultados futuros e a própria estimativa de suas vidas úteis (KOSTAGIOLAS, ASONITIS, 2009).

No entanto, os ativos intangíveis têm exercido, cada vez mais, influência no valor das empresas, conforme assinalam Lev (2001), Kayo *et al.* (2006) e Salamudin *et al.* (2010) que apontam os elevados ágios entre o valor de mercado e o valor contábil como a consequência da presença e significância dos ativos intangíveis.

Há uma grande diversidade de ativos intangíveis listados na literatura (TSAI, LU, YEN, 2012; VELTRI, VENTURELLI, MASTROLEO, 2015), de modo que os trabalhos procuram categorizar os ativos

intangíveis em três grupos com o desenvolvimento do tema, a saber: capital humano, capital estrutural e capital relacional (VAZ *et al.*, 2014).

De forma extensiva Kayo (2002) segregou os ativos de inovação dos ativos

estruturais em função da sua importância e sintetizou na Figura 1 as diferentes taxonomias sobre intangíveis.

Tipo de Intangível	Principais Componentes
Ativos Humanos	Conhecimento, talento, capacidade, habilidade e experiência dos empregados; administração superior ou empregados-chave; treinamento e desenvolvimento; entre outros.
Ativos de Inovação	Pesquisa e desenvolvimento; patentes; fórmulas secretas; <i>know-how</i> tecnológico; entre outros.
Ativos Estruturais	Processos; <i>software</i> proprietários; banco de dados; sistemas de informação; sistemas administrativos, inteligência de mercado; canais de mercado; entre outros.
Ativo de Relacionamento (com públicos estratégicos)	Marcas; logos; <i>trademarks</i> ; direitos autorais (de obras literárias de <i>software</i> , etc.); contratos com clientes, fornecedores, etc.; contratos de licenciamento, franquias, etc.; direitos de exploração mineral, de água, etc.; entre outros.

Figura 1. Uma Proposta de Classificação dos Ativos Intangíveis

Fonte: KAYO (2002, p.19).

Reconhece-se, que existe um *mainstream* já consolidado sobre o tema, porém as dificuldades em valorar os ativos intangíveis, ainda, persistem (KOSTAGIOLAS, ASONITIS, 2009; VAZ *et al.*, 2014; ERTUG, CASTELLUCCI, 2015; BEISLAND, KNIVSFLÅ, 2015).

2.2 Valoração dos Ativos Intangíveis

Uma melhor compreensão sobre a avaliação e valoração dos ativos tangíveis e intangíveis consiste em um bom entendimento da diferença entre o valor contábil e o valor de mercado de uma empresa (DAMODARAN, 2007; ASSAF NETO, 2012; BEISLAND, KNIVSFLÅ, 2015).

O valor contábil total de uma empresa é alcançado pela soma do ativo não circulante e do capital de giro líquido ou, também, por meio da soma do patrimônio líquido e das dívidas (KAYO, 2002; PENMAN, 2009)

Já o valor de mercado, tanto dos ativos intangíveis quanto dos tangíveis, para Kayo (2002) e Penman (2009) são baseados em perspectivas de lucros futuros. Kayo *et al.* (2006) e Assaf Neto (2012) consideram o valor intrínseco ou de mercado aquele baseado no fluxo de caixa que um investidor espera receber no futuro, sendo sua melhor fórmula de cálculo a capitalização dos lucros conforme a equação 1:

$$V_m = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FC_t}{(1+k)^t} \quad (01)$$

Valoração dos intangíveis das empresas de telecomunicações no Brasil

Em que:

V_m = valor do ativo ou da empresa

FC = fluxo de caixa esperado para o período
t

k = taxa de desconto adequada ao risco do
ativo ou da empresa

t = período correspondente ao fluxo de caixa

Empresas de capital aberto, aquelas que negociam suas ações na bolsa de valores, têm no preço das suas ações a expectativa dos fluxos de caixa futuros por parte dos investidores/acionistas, conforme a equação 2. Entretanto, em função da maior eficiência de mercado de capitais, o valor de mercado das empresas de capital aberto pode ser calculado diretamente pela equação 2, (KAYO, 2002; PENMAN, 2009; ASSAF NETO, 2012).

$$V_m = D + PL \quad (02)$$

Em que:

V_m = valor de mercado da empresa

D = dívidas financeiras

PL = valor de mercado do patrimônio líquido
(quantidade de ações x valor das ações)

Kayo (2002) explica que a parte contábil da empresa representa seu capital tangível, e subtraindo, deste valor, o valor de mercado tem-se um modo de cálculo do valor dos ativos intangíveis, como mostra a equação 3:

$$V_i = V_m - V_c \quad (03)$$

Em que:

V_i = valor dos ativos intangíveis

V_m = valor de mercado da empresa

V_c = valor contábil da empresa

Ressalta-se que, inicialmente, o *goodwill*, em termos contábeis, representava o valor da reputação e demais fatores intangíveis que pudessem influenciar o valor de 'mercado' da empresa, explicando assim, as expectativas de lucro futuro (ASSAF NETO, 2012).

Martins *et al.* (2005) alegam, contudo, que o *goodwill* só é reconhecido pela contabilidade societária quando é apurado através da compra de uma empresa, parte dela ou em uma negociação.

Salienta-se que, a partir do modelo proposto no *International Financial Reporting Standards* os ativos intangíveis receberam um grupo de conta específico, contudo, os critérios de valoração a preço de mercado ainda são controversos (SALAMUDIN *et al.*, 2010; CHALMERS *et al.*, 2012; BEISLAND, KNIVSFLÅ, 2015).

2.2.1 EVA[®] (*Economic Value Added*)

Um dos métodos mais usados para valorar os ativos intangíveis é o EVA[®] (*Economic Value Added* ou Valor Econômico Adicionado), abordagem semelhante ao conceito do lucro residual, que é analisado como o lucro operacional líquido depois dos impostos, em inglês NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*) menos um encargo sobre o capital investido (KAYO *et al.*, 2006; GODOY, MORALES, 2012; XIN, TING, YUAN, 2012). Sendo assim, o EVA[®] pode ser demonstrado através da equação 4 (O'BYRNE, 1996).

$$EVA^{\circledast} = [NOPAT - (c *)] \times PL \quad (04)$$

Em que:

NOPAT = lucro operacional líquido depois do imposto de renda

¹ Marca registrada da empresa Stern Stewart & Co.

c^* = custo do capital
PL = patrimônio líquido.

Outro modelo para cálculo do EVA[®] toma como base a diferença entre ROI (*Return on Investment*) que é o retorno obtido sobre os investimentos e o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), conforme a equação 5 (PEREZ, FAMÁ, 2006; ASSAF NETO, 2012; GODOY, MORALES, 2012; XIN, TING, YUAN, 2012):

$$\text{EVA}^{\text{®}} = \text{Ativos de Investimento} \times (\text{ROI} - \text{WACC}) \quad (05)$$

A diferença entre o ROI e o WACC é o retorno residual do investimento (RROI) ou o *spread* que a organização auferir no gerenciamento dos seus recursos em relação ao seu custo de captação (GODOY, MORALES, 2012).

Damodaran (2007) e Assaf Neto, Guasti e Araújo (2008) assumem que toda decisão de investimento deve ser tomada quando o retorno marginal do investimento for superior ao custo marginal para sua obtenção.

Desta forma, torna-se necessário o cálculo de que é determinado pelo WACC captação conforme equação 6 (MODIGLIANI, MILLER, 1958; DAMODARAN, 2007; ASSAF NETO, 2012).

$$\text{WACC} = (K_d \times \text{WPL}) + (K_i \times \text{WP}) \quad (06)$$

Em que:

K_d = custo de oportunidade do capital próprio;

WPL = proporção do capital próprio [PL/P+PL];

K_i = custo do capital de terceiros;

WP = proporção do capital (oneroso) de terceiros [P/P+PL];

P, PL = respectivamente, passivo e patrimônio líquido (capital próprio)

Independente da sua fórmula de cálculo, Assaf Neto (2012) entende que o EVA[®] representa o valor adicional de riqueza criada não pelos ativos fixos, mas pela 'capacidade' interna da firma, não materializada, em gerar um retorno superior ao seu custo de oportunidade.

2.2.2 MVA[®] (*Market Value Added*)

Stewart III (1990) define o MVA[®] como a diferença entre o valor de mercado de uma empresa e o valor do capital que financia a empresa (credores e acionistas); deste modo, se o MVA[®] for positivo, significa que a empresa adicionou valor, entretanto, se o MVA[®] for negativo, pode-se dizer que empresa 'destruiu' valor (O'BYRNE, 1996).

Nesta esteira, o MVA[®] é o valor presente dos EVA[®]'s projetados para o futuro, tendo como taxa de desconto, o custo médio ponderado de capital, quando se trata de uma empresa (ASSAF NETO, 2012).

Para Kayo *et al.* (2006) o MVA[®] já seria definido como uma premissa do valor do ativo intangível. O MVA[®] pode ser obtido por meio da fórmula 7 (ASSAF NETO, 2012):

$$\text{MVA} = \frac{\text{EVA}^{\text{®}}}{\text{WACC}} \quad (07)$$

2.2.3 Q de Tobin

O Q de Tobin, desenvolvido por Tobin e Brainard (1968), tornou-se uma variável muito útil em diversas pesquisas, devido a sua capacidade de compreender e relacionar fenômenos distintos (FAMÁ, BARROS, 2000).

Valoração dos intangíveis das empresas de telecomunicações no Brasil

Nas finanças, o Q de Tobin demonstra a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos, representando a razão entre dois valores atribuídos ao mesmo conjunto (KAYO *et al.*, 2006). O Q de Tobin pode ser expresso segundo a equação 8 (KAYO, 2002):

$$q = \frac{VMA+VMD}{VRA} \quad (08)$$

O VMA representa o valor de mercado das ações, ou capital próprio da empresa, o VMD o valor de mercado das dívidas, ou capital de terceiros e o VRA é o valor de reposições dos ativos da empresa (KAYO, 2002; LEITE e SANTOS, 2013).

A interpretação do Q de Tobin ocorre analisando se o resultado do cálculo será maior ou menor que 1. Deste modo, quando $q > 1$, o valor de mercado da empresa é superior ao valor de seus ativos tangíveis; e quando $q < 1$ acontece o contrário, o valor dos ativos supera o valor de mercado, o que pode ocasionar a diminuição do interesse em investimentos (KAYO, 2002; ASSAF NETO, 2012; LEITE e SANTOS, 2013).

3 METODOLOGIA

Em razão dos objetivos deste estudo, o levantamento das informações e análise ocorreu com base descritiva e abordagem quantitativa. Procurou-se valorar os intangíveis das empresas com as informações disponíveis ao mercado, tendo em vista, que estes recursos assim como, os tangíveis, são influentes no valor de mercado das empresas e, portanto, devem integrar as

expectativas dos acionistas, investidores, credores e profissionais de mercado (ERTUG, CASTELLUCCI, 2015).

No período desta pesquisa (2013/2014), o setor brasileiro de telecomunicações contava com 19 empresas, que atuavam desde a telefonia móvel e fixa, internet e TV por assinatura, sendo elas: Oi S.A.; Telemar Participações S.A.; Inepar Telecomunicações S.A.; Vivo S.A.; Tim Participações S.A.; Embratel Participações S.A.; Telefônica Brasil S.A.; Americel S.A. (CLARO); CTBC Telecom S.A.; Sercomtel S.A.; Datora Telecomunicações Ltda; Nextel Telecomunicações LTDA; Porto Seguro Telecomunicações S.A.; Sisteer do Brasil Telecomunicações LTDA; UNICEL do Brasil Telecomunicações Ltda.; Cia. de Telecomunicações do Brasil Central S.A.; Jereissati Participações S.A.; LF TEL S.A.; GVT; NET e SKY (ANATEL, 2012).

Após consulta ao domínio eletrônico das empresas e as informações cadastradas na BM&FBOVESPA só foi possível valorar os intangíveis de cinco empresas com o maior horizonte temporal possível de informações, são elas: Oi S.A., Telemar Participações S.A., Inepar Telecomunicações S.A., Vivo S.A. e Tim Participações S.A. Isso ocorre em função das movimentações societárias no período, assim como, a entrada de empresas no curso do tempo.

Neste sentido, trata-se de uma amostra resultante pela disponibilidade dos dados, na qual selecionou-se empresas que apresentassem informações longitudinais, o que possibilitou alcançar os objetivos propostos.

O Quadro 1 apresenta os dados levantados e as variáveis intermediárias utilizadas para o cálculo das equações que envolvem o EVA[®], MVA e Q de Tobin.

Dados	Variáveis Intermediárias	Fórmula	Variável para o Método
EBIT – <i>Earn Before Interest and Taxes</i>	NOPAT – <i>Net Operation Profit After Taxes</i>	$\frac{\{(EBIT + RF) \times [1 - (\frac{IR}{LAIR})]\}}{Investimento}$	ROI
Receita Financeira (RF)			
Imposto de Renda (IR)			
LAIR – Lucro Antes do Imposto de Renda			
Empréstimos e Financiamentos de Curto e Longo Prazo	Investimento	$= Emp. Financ. CP e LP + PL$	
Patrimônio Líquido Contábil (PL)			
Despesas Financeiras (DF)	Custo Real da Dívida	$kd = \frac{\{DF \times [1 - (\frac{IR}{LAIR})]\}}{Emp. Financ. CP e LP}$	WACC
Preço diário das ações e valor de fechamento do IBOVESPA	Variação de preço	$\Delta_i = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$	
Covariância das empresas com o IBOVESPA	Beta das Empresas	$\beta_i = \frac{COV_{i,m}}{\sigma_m^2}$	
Preço médio das ações Preferenciais e Ordinárias no final do exercício (mês de dezembro).	Valor de Mercado do Patrimônio Líquido	$PL_i = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (PN \times Qtd + ON \times Qtd)$	Valor de mercado da Empresa
Preço dos títulos de dívida	Valor de mercado do Passivo	Apuração direta no Balanço Patrimonial, pois a recomendação da CVM é que o valor apurado seja o valor de mercado.	
Valor do Ativo Total	Valor destacado no Balanço Patrimonial	Apuração direta no Balanço Patrimonial.	Valor Contábil

Quadro 1. Dados levantados e as variáveis intermediárias utilizadas para o cálculo das equações que envolvem o EVA[®], MVA e Q de Tobin

Fonte: elaborado pelos autores com suporte da literatura (KAYO, 2002; ASSAF NETO, 2012; LEITE e SANTOS, 2013).

Ressalta-se que as empresas, de onde foram extraídas as amostras, computavam mais de 70% de *market share* de telefonia móvel e fixa do Brasil no período da pesquisa (ANATEL, 2012), o que torna a

amostra representativa para o setor de telecomunicações no Brasil.

As informações financeiras das empresas foram obtidas através da base de dados do Sistema Econômica[®], nos demonstrativos financeiros disponíveis no

site da BM&FBOVESPA e nos sites das empresas analisadas, cujos dados foram transportados para planilhas eletrônicas do Microsoft Excel[®] onde foram empregados os métodos abordados na literatura (EVA[®], MVA e Q de Tobin) (O'BYRNE, 1996; ASSAF NETO, 2012; LEITE e SANTOS, 2013).

Para determinar o custo do capital próprio utilizou-se a metodologia do CAPM (*Capital Asset Pricing Modeling*) (ASSAF NETO, 2012). Essa abordagem foi necessária para determinar o custo do capital próprio (PL) de cada empresa e, com efeito, determinar o WACC (DAMODARAN, 2007). Para tanto, tomou-se como base: i) as ações com maior volume de negócios da empresa; ii) a utilização da variação diária dos preços nos últimos 36 meses de cada ano; iii) a utilização do IBOVESPA como índice de aproximação (*proxy*) para carteira de mercado; e iv) a taxa Selic como referencial para a taxa livre de risco (ARAÚJO, OLIVEIRA, SILVA, 2012).

Para o cálculo do Q de Tobin, utilizou-se como *proxy* o indicador de mercado M/B – *Market to Book*, onde o valor de mercado é relativizado pelo valor contábil (DAMODARAN, 2007). Procedimento semelhante foi realizado Nascimento *et al.* (2012) para determinar o grau de intangibilidade.

Importa destacar que, essas técnicas de valoração do EVA[®] são as mais tradicionais segundo Kayo (2002), Lev (2001), Assaf Neto (2012). Contudo, na revisão da literatura existem outras propostas de valoração de intangíveis decorrentes do Fluxo de Caixa Descontado (KAYO *et al.*, 2006), como a determinação pelo método de Redes Neurais (TSAI, LU, YEN, 2012) e a Teoria de Opções Reais (DAMODARAN, 2007; IAZZOLINO, MIGLIANO, 2015; CIFTCI, DARROUGH, 2015).

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Optou-se por construir a análise, inicialmente, com os resultados individuais de cada empresa para que a valoração dos intangíveis ocorra de forma analítica e respeitando o contexto de cada organização. Na sequência, apresenta-se os resultados consolidados médios de cada empresa para o período como forma de sumarizar os resultados encontrados.

Por meio da Tabela 1 tem-se o crescimento gradual dos ativos da TIM S.A. no período de 2003 a 2010, nota-se, entretanto, crescimento destacado de 2005 para 2006, e isto se deve a incorporação duas de suas coligadas, que detinham controle da telefonia do nordeste e sul do país, aumentando, assim, os ativos consolidados da TIM S.A.

A partir da Tabela 1, verifica-se que a TIM S.A. reportou EVA[®] e MVA[®] positivos somente em dois períodos (2004 e 2005) e, igualmente, o valor de mercado da empresa foi superior aos ativos totais em dois anos (2006 e 2007) o que permitiu um Q de Tobin maior que 1 nestes anos.

Pontua-se que a principal dificuldade da TIM S.A. em criar valor é o declínio do ROI de 2003 a 2005 para o restante do período. Não obstante, o custo médio ponderado de capital foi superior ao ROI o que entrega um *spread* (ROI-WACC) negativo e confirma, então, os valores negativos para o EVA[®].

A dificuldade da TIM S.A. em entregar um retorno de investimento superior ao seu custo de captação pode ter influenciado as expectativas dos investidores e profissionais de mercado que mantiveram o valor da empresa em seis anos abaixo do seu valor de nominal.

A Tabela 2 apresenta o que deveria ser o valor real da empresa (VE) em

comparação com o Valor de Mercado (VM) que reflete as expectativas dos investidores sobre a empresa. Lembra-se que, para Kayo *et al.* (2006) e Assaf Neto (2012) o valor “real” da empresa (VE) seria a soma dos

ativos tangíveis totais e do MVA[®], sendo este último a medida do valor de mercado dos ativos intangíveis

Tabela 1 – Indicadores de Valor de Mercado e Ativos da TIM S.A. (R\$ milhares)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ativo Total	1.636.713	3.596.156	4.385.063	14.200.105	14.546.325	16.239.468	17.449.734	19.937.0852
V. Mercado	1.153.332	2.408.848	4.104.431	22.430.925	17.008.087	10.473.686	15.988.405	15.577.827
EVA [®]	-35.705	85.975	85.723	-804.739	-470.320	-1.003.099	-537.455	-206.557
MVA [®]	-231.271	581.304	630.256	-7.099.272	-5.257.131	-7.686.441	-6.648.194	-2.405.420
Q - Tobin	0,70	0,67	0,94	1,58	1,17	0,64	0,92	0,80
ROI	11,20%	19,80%	18,80%	2,60%	3,80%	3,30%	3,00%	6,90%
WACC	15,44%	14,79%	13,60%	11,34%	8,95%	13,05%	8,08%	8,59%

Fonte: Elaborado pelos autores por meio dos dados da pesquisa

Tabela 2 - Diferença entre o (VE) e o (VM) da TIM S.A. (R\$ milhares)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
At. Totais + MVA (VE)	1.405.442	4.177.460	5.015.319	7.100.833	9.289.194	8.553.027	10.801.540	16.965.432
V. de Mercado (VM)	1.153.332	2.408.848	4.104.431	22.430.925	17.008.087	10.473.686	15.988.405	15.577.827
Diferença (VE-VM)	252.110	1.768.612	910.889	-15.330.091	-7.718.892	-1.920.658	-5.186.865	1.387.605

Fonte: Elaborado pelos autores por meio dos dados da pesquisa

Verifica-se que nos três primeiros anos o VE foi superior ao Valor de Mercado da empresa, sendo que, na sequência dos anos, a distância, a situação se inverte e a diferença entre o VE e o VM foi significativa em termos de valor monetário.

Em adição, nos anos de 2008, 2009 e 2010 o VM é inferior aos ativos totais (Tabela 1) o que sinaliza desagregação de valor; sendo essa hipótese confirmada com EVA[®] e MVA[®] negativos. Observa-se na Tabela 2 que, o mercado não foi tão ‘rigoroso’ quanto os métodos EVA[®] e o MVA[®] e valorou “mais” do que deveria em 2006, 2007, 2008 e 2009 e “menos” do que deveria em 2010, porém com o valor mais próximo daquele que seria o valor real da empresa.

Estas variações do VM podem ocorrer devido as expectativas futuras dos investidores sobre a capacidade dos ativos gerarem fluxo de caixa compatível com o investimento e o risco associado; neste caso, os investidores pagaram um valor maior que o que preço teórico real da empresa (VE) (KAYO *et al.*, 2006).

A Tabela 3 apresenta os indicadores de valor de mercado e ativos da VIVO S.A. onde é possível observar que no curso dos oito anos analisados, o valor de mercado da empresa foi superior aos ativos totais em quatro anos, sendo que nos dois últimos anos a diferença entre o valor de mercado e o valor contábil foi ampliada, sugerindo a presença de ativos intangível, conforme a fórmula 2 (KAYO, 2002)

Tabela 3 – Indicadores de Valor de Mercado e Ativos da VIVO S.A. (R\$ em milhares)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
VIVO Ativo Total	13.473.314	14.131.169	13.786.733	17.542.077	18.091.216	23.785.104	22.017.129	21.843.778
V. Mercado	14.427.784	12.253.819	11.000.491	18.746.173	17.859.342	16.588.759	25.426.416	30.497.156
EVA®	-1.081.449	-893.536	-1.628.393	-1.980.320	-1.189.452	-634.746	-397.957	276.250
MVA®	-5.975.127	-5.271.304	-8.504.201	-12.358.800	-8.238.254	-5.312.361	-3.521.849	2.271.978
Q de Tobin	1,07	0,87	0,80	1,07	0,99	0,70	1,15	1,40
ROI	7,30%	8,20%	2,80%	-0,50%	3,60%	7,80%	8,60%	14,20%
WACC	18,10%	16,95%	19,15%	16,02%	14,44%	11,95%	11,30%	12,16%

Fonte: Elaborado pelos autores por meio dos dados da pesquisa

O Q de Tobin, em boa parte do período, analisado foi maior que 1, e isso sugere o aumento do valor de mercado da VIVO S.A. por meio dos ativos intangíveis. Apesar dos valores do EVA® e MVA® serem negativos em praticamente todo o período, exceto no ano de 2010, a VIVO S.A. se manteve atrativa para o mercado em pelo menos 4 dos 8 anos analisados.

A queda do MVA® de 2004 para 2005 ocorreu em função do aumento do endividamento e do custo do capital que impactou diretamente o MVA®, já para o ano de 2006, o que fez a empresa ter um desempenho negativo foi o ROI negativo (-0,5%).

Nos anos seguintes, a VIVO S.A. conseguiu melhorar o retorno de seus investimentos, além de reduzir o WACC, proporcionando um resultado positivo frente ao mercado e agregando valor através de seus ativos intangíveis, principalmente, em 2010 quando os resultados do EVA® e MVA® foram positivos. Em suma, as oscilações do MVA® estão diretamente ligadas ao custo médio ponderado de capital (WACC) que foram mais altos nos anos em que o EVA® retraiu significativamente.

A Tabela 4 apresenta a diferença entre o Valor de Mercado e o Valor real da Vivo com a adição do MVA® nos seus ativos.

Tabela 4 - Diferença entre o (VE) e o (VM) da VIVO S.A. (R\$ milhares)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
At.Totais + MVA (VE)	7.498.187	8.859.865	5.282.532	5.183.277	9.852.962	18.472.743	18.495.280	24.115.756
V. de Mercado (VM)	14.427.784	12.253.819	11.000.491	18.746.173	17.859.342	16.588.759	25.426.416	30.497.156
Diferença (VE-VM)	-6.929.597	-3.393.954	-5.717.960	-13.562.896	-8.006.380	1.883.985	-6.931.136	-6.381.400

Fonte: Elaborado pelos autores por meio dos dados da pesquisa

Ao analisar as Tabelas 3 e 4, o Q de Tobin alterna valores inferiores e superiores a 1, sendo que o valor de mercado da VIVO S.A. só foi inferior aos ativos totais ajustados com MVA® em 2007.

Neste caso, o mercado ‘entendeu’ que haveria muito mais valor intrínseco aos ativos intangíveis da VIVO S.A. do que a metodologia empregada, onde o MVA® reduziu o ativo total da empresa em todos os anos, exceto em 2010.

Observa-se que no caso da VIVO S.A. a direção assinalada pelo EVA® e o MVA® não foi acompanhada pelo mercado, como ocorreu no caso TIM S.A., tornando, assim, a diferença entre o VM e o VE significativos em termos monetários.

Os resultados para a empresa OI S.A. são apresentados na Tabela 5, onde é possível notar que o valor de mercado da OI S.A. sempre foi inferior ao valor dos ativos, o que coloca em questionamento a qualidade

dos investimentos realizados pela empresa junto aos *shareholders*.

Tabela 5 – Indicadores de Valor de Mercado e Ativos da OI S.A. (R\$ em milhares)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ativo Total	15.326.004	17.402.504	16.728.089	15.997.784	15.575.736	17.670.188	22.756.076	26.886.114
V. Mercado	8.651.722	10.816.885	11.130.243	10.457.093	9.991.335	11.434.892	11.660.661	15.549.275
EVA [®]	-1.017.222	-702.878	-1.324.191	-349.693	162.649	330.466	-2.166.260	383.906
MVA [®]	-7.976.132	-5.996.924	-11.484.401	-4.059.240	2.181.895	3.806.118	-32.076.153	5.432.559
Q de Tobin	0,56	0,62	0,67	0,65	0,64	0,65	0,51	0,58
ROI	4,20%	5,50%	-0,50%	5,10%	9,20%	11,40%	-5,60%	9,30%
WACC	12,75%	11,72%	11,53%	8,61%	7,45%	8,68%	6,75%	7,07%

Fonte: Elaborado pelos autores por meio dos dados da pesquisa

Tal fato é comprovado pelos valores do Q de Tobin que, em todo o período, foram inferiores a 1, portanto, não houve criação de valor dos ativos intangíveis pela diferença entre valor de mercado e ativo total.

Nos anos de 2007, 2008 e 2010 a OI S.A. obteve o EVA[®] e MVA[®] positivos, e

essa criação de valor dos intangíveis ocorreu devido à diminuição do custo de capital da empresa. No entanto, a criação de valor pelo EVA[®] associado com a maior valorização do MVA[®] não foram suficientes para que o valor da empresa alcançasse o valor de mercado, conforme a Tabela 5.

Tabela 6 - Diferença entre o (VE) e o (VM) da OI S.A. (R\$ em milhares)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
At. Totais + MVA (VE)	7.349.872	11.405.580	5.243.688	11.938.544	17.757.631	21.476.306	-9.320.077	32.318.673
V. de Mercado (VM)	8.651.722	10.816.885	11.130.243	10.457.093	9.991.335	11.434.892	11.660.661	15.549.275
Diferença (VE-VM)	-1.301.850	588.695	-5.886.555	1.481.451	7.766.296	10.041.414	-20.980.738	16.769.398

Fonte: Elaborado pelos autores por meio dos dados da pesquisa

Ao analisar o valor de mercado da OI S.A. frente a combinação de ativos tangíveis e intangíveis é possível verificar que o valor de mercado foi superior ao valor real da empresa em três anos (2003, 2005 e 2009), contudo, como o VM sempre foi inferior aos valores dos ativos da OI e em seis oportunidades o EVA[®] foi negativo, os efeitos do MVA[®] deveriam ser para convergir o valor real da empresa para o valor de mercado, contudo, entre todas as empresas, a dispersão das diferenças entre VE e VM foi maior.

Essa situação coloca em questão a capacidade do EVA[®] e do MVA[®] em providenciarem uma medida de valor agregado para as empresas, contrariando assim, o pressuposto teórico discutido por O'Byrne (1996) e Assaf Neto (2012).

Lembra-se que os resultados são agregados e que o ROI contempla todos os investimentos da empresa (tangível e intangível), de modo que, é possível e provável que haja diferenças de desempenho entre os diferentes tipos de ativos que no agregado não se manifestam isoladamente.

Durante o período analisado, a TELEMAR S.A. manteve o valor de seus ativos sempre superior ao seu valor de mercado, que teve um comportamento constante, oscilando apenas nos três últimos anos, conforme Tabela 7, com efeito, os valores do Q de Tobin, em todo período, foram menores que 1, ou seja, a TELEMAR S.A. não conseguiu agregar valor econômico na perspectiva dos acionistas.

Tabela 7 – Indicadores de Valor de Mercado e Ativos da TELEMAR S.A. (R\$ em milhares)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
TELEMAR	Ativo Total	29.103.993	29.312.544	27.265.407	27.790.611	30.252.664	41.065.166	60.925.036	75.137.383
	V. Mercado	25.430.004	25.542.585	25.389.672	21.985.101	21.347.847	24.766.218	46.231.093	37.047.014
	EVA®	-1.419.418	-732.688	-639.932	-428.302	668.685	20.179	-2.250.659	-1.286.722
	MVA®	-9.783.573	-5.243.009	-4.155.639	-3.315.521	6.176.989	203.443	-28.650.187	-16.112.963
	Q de Tobin	0,87	0,87	0,93	0,79	0,71	0,60	0,76	0,49
	ROI	7,60%	10,10%	12,00%	10,70%	14,40%	10,00%	3,00%	5,50%
	WACC	14,51%	13,97%	15,40%	12,92%	10,83%	9,92%	7,86%	7,99%

Fonte: Elaborado pelos autores por meio dos dados da pesquisa

Ao examinar a Tabela 7, em quase todos os anos os valores do EVA® e MVA®, foram negativos, exceto em 2007 e 2008. Isso ocorreu pelo aumento do retorno dos ativos em 2007 e pela queda do custo de capital da empresa, tanto em 2007 e 2008.

Após realizar a adição do MVA® no valor contábil dos investimentos da empresa, observa-se na Tabela 8 que os métodos utilizados neste estudo foram mais rigorosos que o mercado em quatro períodos, quando as diferenças são negativas.

Tabela 8 - Diferença entre o (VE) e o (VM) da TELEMAR S.A. (R\$ em milhares)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
At. Totais + MV (VE)	19.320.420	24.069.535	23.109.768	24.475.090	36.429.653	41.268.609	32.274.849	59.024.420
V. de Mercado (VM)	25.430.004	25.542.585	25.389.672	21.985.101	21.347.847	24.766.218	46.231.093	37.047.014
Diferença (VE-VM)	-6.109.584	-1.473.049	-2.279.904	2.489.990	15.081.806	16.502.391	-13.956.244	21.977.407

Fonte: Elaborado pelos autores por meio dos dados da pesquisa

Para este caso, novamente, em que o valor de mercado da empresa é inferior aos ativos tangíveis, nota-se que a empresa tem dificuldade em gerar ROI competitivo com o seu WACC.

Assim, a situação evidenciada na Telemar S.A. corrobora os resultados

identificados na TIM S.A. e na Oi S.A. e como traz as Tabelas 9 e 10, também, se apresentou na INEPAR S.A que, em todo o período, o valor de mercado sempre foi inferior ao valor dos ativos contabilizados.

Tabela 9 – Indicadores de Valor de Mercado e Ativos da INEPAR S.A

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
INEPAR	At. Total	1.467.230	1.676.853	1.974.851	2.174.975	2.252.997	2.278.336	2.699.194	3.406.324
	V. Mercado	666.363	787.410	796.493	853.941	1.117.346	997.285	1.298.255	1.450.876
	EVA®	-126.339	-19.787	-79.189	-98.534	-97.869	-57.736	-278.543	-96.084
	MVA®	-1.861.207	-229.291	-798.896	-1.173.959	-1.187.576	-593.453	-2.759.087	-1.259.506
	Q de Tobin	0,45	0,47	0,40	0,39	0,50	0,44	0,48	0,43
	ROI	-4,50%	7,10%	4,60%	2,20%	2,60%	6,40%	-3,70%	3,80%
	WACC	6,79%	8,63%	9,91%	8,39%	8,24%	9,73%	10,10%	7,63%

Fonte: Elaborado pelos autores por meio dos dados

Em relação aos valores do EVA® e MVA®, estes foram negativos durante todo o período, principalmente, em razão da de retorno dos investimentos (ROI) da INEPAR S.A. inferior ao seu custo de captação.

O EVA® foi negativo em todo o período apresentando valores bem distintos,

logo, o MVA®, também, sofreu bastantes alterações potencializadas pelas diferenças no WACC devido ao baixo valor do EVA®.

A Tabela 10 demonstra os valores de mercado sempre superiores à soma dos ativos e do MVA®, devido ao rigor entregue pelo EVA®

Tabela 10 - Diferença entre o (VE) e o (VM) da INEPAR S.A. (R\$ em milhares)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
At. Totais + MVA (VE)	-393.977	1.447.562	1.175.955	1.001.016	1.065.421	1.684.883	-59.893	2.146.818
V. de Mercado (VM)	666.363	787.410	796.493	853.941	1.117.346	997.285	1.298.255	1.450.876
Diferença (VE-VM)	-1.060.340	660.152	379.462	147.075	-51.925	687.597	-1.358.148	695.942

Fonte: Elaborado pelos autores por meio dos dados da pesquisa

Igualmente, as demais empresas que apresentaram valor de mercado inferior aos ativos totais e dificuldade de gerar retorno residual (RROI) positivo, os efeitos do MVA[®] no valor dos ativos tinham por finalidade reduzir o valor nominal em razão da perda de valor econômico, fruto da qualidade dos processos internos e da forma como os recursos são gerenciados.

No entanto, ao contrário das demais empresas, as diferenças entre VE e VM da INEPAR S.A. foram menores ao longo do período, o que pode estar associado ao tamanho da empresa, pois, uma menor quantidade de recursos, estaria sujeita às incertezas dos investidores na construção do valor de mercado das INEPAR S.A.

Neste caso, a metodologia aponta para a mesma direção que a percepção do mercado, em que os intangíveis da empresa não são capazes de criar valor adicional aos ativos tangíveis da organização.

A Tabela 11 apresenta os resultados médios dos métodos utilizados para calcular os ativos intangíveis das empresas e avalia o efeito no valor das empresas em comparação com o valor de mercado.

Observa-se que apenas a VIVO S.A. apresentou o valor de mercado maior que o valor de seus ativos, o que é explicado pelo Q de Tobin que capta a relação entre o valor de mercado, enquanto expectativa dos investidores e o valor dos ativos apurados no Balanço Patrimonial.

Tabela 11 - Valores Médios Comparativos do Período 2003 - 2010

	TIM S.A	VIVO S.A	OI S.A	TELEMAR S.A	INEPAR S.A
Ativos Totais	11.428.052	18.083.815	18.542.812	40.106.601	2.241.345
At. Totais + MVA (VE)	7.913.531	12.220.075	12.271.277	32.496.543	1.008.473
Valor de Mercado	11.143.192	18.349.992	11.211.513	28.467.442	995.996
EVA[®]	-360.772	-941.200	-585.403	-758.607	-106.760
MVA[®]	-3.514.521	-5.863.740	-6.271.535	-7.610.057	-1.232.872
Q de Tobin	0,93	1,01	0,61	0,75	0,45

Fonte: Elaborado pelos autores por meio dos dados

Para as demais empresas, é possível notar que os valores atribuídos pelo mercado são inferiores ao próprio valor dos ativos totais, sinalizando, pelo Q de Tobin, que não há criação de valor com os recursos intangíveis.

Nascimento *et al.* (2012) não encontraram associação relevante e significativa entre o Grau de Intangibilidade das empresas deste setor com o desempenho empresarial, o que corrobora com a discussão sobre a ausência de valor agregado

dos ativos intangíveis para as empresas da amostra.

Os valores 'reais' das empresas (VE) determinados pelo ajuste com a metodologia EVA[®]/MVA[®], também apontaram para a não existência de valor agregado aos ativos intangíveis nas empresas, muito embora, em nenhum momento, os valores evidenciados pelo EVA[®] e MVA[®] foram os mesmos que o Valor de Mercado apurado pelas expectativas dos investidores.

A principal dificuldade das empresas, de onde foram retiradas as amostras, em adicionarem valor deve-se ao *spread* negativo, tendo em vista, que o ROI é inferior o custo médio ponderado de capital que está diretamente associado aos riscos da empresa. Não obstante, Silva e Santos (2015) evidenciaram essa incapacidade neste setor para período semelhante (2002 a 2012), quando os indicadores de desempenho ROI e ROE reportaram uma alavancagem inferior a 1, que ocorre quando o custo da dívida é superior ao ROI (ASSAF NETO, 2012).

Em paralelo, o fato do Q de Tobin ser inferior a 1 para quatro empresas da amostra, pode estar associado, a qualidade das evidenciações para os *stakeholders* dos ativos intangíveis, conforme resultados da pesquisa de Jordão e Colauto (2012) para este setor no ano de 2008. Os autores apontaram para baixa qualidade das evidenciações dos intangíveis das empresas para o setor.

A única exceção é a INEPAR S.A. em que os valores médios entre o VE e o VM foram muito próximos o que pode estar associado ao tamanho da empresa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir dos objetivos postulados para este estudo, entende-se que houve alcance com vistas a solução do problema proposto, e se pode afirmar que as empresas do Setor de Telecomunicação não criaram valor por meio dos intangíveis entre 2003 e 2010.

O referencial teórico utilizado permitiu valorar os ativos intangíveis das cinco empresas de telecomunicações listadas na BM&FBOVESPA para o período analisado, de modo que os métodos abordados (EVA[®], MVA[®] e Q-Tobin) não se

contrapõem, mas se complementam para efeitos de análise.

Os resultados mostram que o setor de telecomunicações no período de 2003 a 2010 não foi capaz de criar valor econômico com seus ativos intangíveis, mesmo reconhecendo a sua existência conceitual, este recurso organizacional não adicionou riqueza às organizações. Desta forma, o estudo estende a discussão de que a existência de recursos intangíveis não significa que os mesmos, por si só, contribuem de forma positiva para o resultado da empresa (KAYO, 2002).

No entanto, os métodos para valoração do ativo intangível (EVA[®] e MVA[®]) não foram suficientes para explicar o valor pago pelas empresas por parte do mercado, conforme os apontamentos teóricos (ASSAF NETO, 2012). Esta evidência pode ser devida: 1) Limitação no cálculo do custo do capital próprio a partir da metodologia do CAPM (ARAÚJO, OLIVEIRA, SILVA, 2012); 2) Condições exógenas às empresas que influenciam as decisões e expectativas dos investidores (excesso/restrição de liquidez no mercado; novas regulamentações para o setor; câmbio, entre outros) (O'BYRNE, 1996); 3) As decisões de investimento nem sempre são racionais, por parte dos gestores (DAMODARAN, 2007); 4) Não foi estabelecida no cálculo do MVA[®] uma taxa de crescimento do EVA[®]; dividiu-se pelo WACC diretamente; e 4) assimetrias de informações quanto às expectativas de geração de caixa para o futuro (ASSAF NETO, 2012).

Em que pese, o crescimento real do volume de ativos das empresas da amostra, o estudo demonstrou que as expectativas dos investidores foram inferiores ao valor dos investimentos realizados e a sinalização, que na média todas as empresas entregaram EVA[®] e MVA[®] negativos, corrobora que a

qualidade do processo decisório e de gestão destes recursos não corresponde com as informações financeiras evidenciadas (ASSAF NETO, 2012; JORDÃO, COLAUTO, 2012).

Essa constatação assinala para a necessidade dessas empresas e, do próprio setor, discutir alternativas, reavaliar investimentos, ou mesmo, proceder a reavaliação dos marcos institucionais, pois tal situação tende a reduzir novos investimentos, além de comprometer a eficiência das operações atuais, cujos reflexos na sociedade podem impactar o próprio desenvolvimento do país (NASCIMENTO *et al.*, 2012).

Em tempo, a dinâmica com que o mercado precifica as empresas e a necessidade de tornar transparente para todos os *stakeholders* as informações relevantes quanto à capacidade de criar valor, torna o tema sobre valoração de intangíveis para as finanças e contabilidade um tema, ainda, controverso sobre os métodos a serem utilizados (BEISLAND, KNIVSFLÅ, 2015).

Analisar os dados agregados de múltiplas empresas permite ao estudo uma maior abrangência, porém incorre à pesquisa que informações qualitativas das empresas não sejam, totalmente, incluídas na análise, em especial, para um setor onde os processos de fusões, incorporações e cisões são correntes. Assim, novos estudos poderiam abordar o tema com o foco quali-quantitativo em um caso único ou duplo de forma a valorar a(s) empresa(s) e seus intangíveis longitudinalmente.

Estudos adicionais, ainda, poderiam abordar este setor por meio de análise multivariada procurando identificar quais os ativos intangíveis influenciam o EVA[®], essas informações poderiam ampliar a análise com vistas as demandas empresariais e proporcionar à literatura evidências que

apontem para os diferentes tipos de impacto dos ativos intangíveis no resultado empresarial.

REFERÊNCIAS

ANATEL. **Relatório Anual de 2012**. Disponível em: <<http://www.anatel.gov.br/Portal/verificaDocumento/documento.asp?numeroPublicacao=297390&pub=original&filtro=1&documentPath=297390.pdf>> Acesso em: 04 set. 2013.

ARAÚJO, E. A. T.; OLIVEIRA, V. C.; SILVA, W. A. C. CAPM em Estudo Brasileiro: Uma Análise da Pesquisa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto-SP, v. 6, n. 15, p. 95-112, 2012.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, A.; GUAISTI, F. L.; ARAÚJO, A. M. P. de. Uma Proposta Metodológica para o Cálculo do Custo de Capital no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v.32, n. 1, p.72-83, 2008.

ASSUNÇÃO, A. B. A.; PAULO, E. Reflexos das Mudanças da Legislação Brasileira na Mensuração e Evidenciação do Ativo Intangível das Empresas de Telecomunicações com Ações na BOVESPA. In: SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO FEA-USP, 13, 2010, São Paulo, **Anais...** USP: São Paulo, 2010.

BEISLAND, L. A.; KNIVSFLÅ, K. H. Have IFRS Changed How Stock Prices are Associated with Earnings and Book Values?: Evidence from Norway. **Review of Accounting and Finance**, v. 14, n. 1, p. 41-63, 2015

CANÇADO, V.; MESQUITA, S.; CRUZ, M. V. G.; GUIMARÃES, E. H. R. Mudanças

- à Vista: Processo de Preparação para a Venda em uma Empresa do Setor de Telecomunicações. **Gestão & Planejamento**, v. 12, n. 2, p. 310-332, 2011.
- CHALMERS, K.; CLINCH, G.; GODFREY, J. M.; WEI, Z. Intangible Assets, IFRS and Analysts' Earnings Forecasts. **Accounting & Finance**, v. 52, n. 3, p. 691-721, 2012.
- CIFTCI, M.; DARROUGH, M. What Explains the Valuation Difference between Intangible-intensive Profit and Loss Firms? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 42, n. 1-2, p. 138-166, 2015.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- ERTUG, G.; CASTELLUCCI, F. Who Shall Get More? How Intangible Assets and Aspiration Levels Affect the Valuation of Resource Providers. **Strategic Organization**, v. 13, n. 1, p. 6-31, 2015.
- FAMÁ, R.; BARROS, L. C. B. A. Q de Tobin e seu Uso em Finanças: Aspectos Metodológicos e Conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração – FEA**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.
- GODOY, J. A. R.; MORALES, D. S. A. El Cargo de Capital en la Evaluación del Desempeño Financiero de Empresas Innovadoras de Confecciones de Cali. **Estudios Gerenciales**, v. 28, n. 123, p. 85-100, 2012.
- IAZZOLINO, G.; MIGLIANO, G. The Valuation of a Patent through the Real Options Approach: A Tutorial. **Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis**, v. 10, n. 1, p. 99-116, 2015.
- IPEA. **Desafios e Oportunidades do Setor de Telecomunicações no Brasil (2010)**. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/100607_comunicaipea_57.pdf> Acesso em: 05 nov. 2012.
- JORDÃO, R. V. D.; COLAUTO, R. D. Governança Corporativa e Evidenciação Voluntária de Ativos Intangíveis: Um Estudo Empírico nos Setores de Telecomunicações e de Utilidade Pública. **CAP Accounting and Management**, v. 6, n. 6, p. 138-153, 2012.
- KAYO, E. K; KIMURA, H.; MARTIN, D. M. L; NAKAMURA, W. T. Ativos Intangíveis, Ciclo de Vida e Criação de Valor. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v.10, n. 3, p. 73-90, 2006.
- KAYO, E. K.A **Estrutura de Capital e o Risco das Empresas Tangível e Intangível-Intensivas**: Uma Contribuição ao Estudo da Valoração de Empresas. 2002, 110f. Dissertação (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia e Administração. São Paulo. 2002.
- KOSTAGIOLAS, P. A.; ASONITIS, S. Intangible Assets for Academic Libraries. **Library Management**, v. 30, n. 6/7, p. 419-429, 2009.
- LEITE, T. S.; SANTOS, D. F. L. A Relação dos Ativos Intangíveis e o Valor de Mercado na Indústria de Materiais Básicos do Brasil. **Revista Brasileira de Administração Científica**, v.4, n.1, p.104-121, 2013.
- LEV, B. **Intangibles: Management, Measurement, and Reporting**. Washington: Brookings, 2001.
- MARTINS, E.; ALMEIDA, D. L.; MARTINS, E. A.; COSTA, P. S. Goodwill: uma Análise dos Conceitos Utilizados em Trabalhos Científicos. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 21, n. 52, p. 1-25, 2010.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review**, v. 48, p. 261-275, 1958.
- NASCIMENTO, J. R. **O Setor de Telecomunicações: História e Políticas**

Públicas no Brasil. 2008, 77 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia e Finanças - IBMEC, Rio de Janeiro, 2008.

NASCIMENTO, E. M.; MARQUES, V. A.; OLIVEIRA, M. C.; CUNHA, J. V. A. Ativos Intangíveis: Análise do Impacto do Grau de Intangibilidade nos Indicadores de Desempenho Empresarial. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 31, n. 1, p. 37-52, 2012.

O'BYRNE, S. EVA® and Market Value. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 9, n. 1, p. 116-125, 1996.

PENMAN, S. H. Accounting for Intangible Assets: There is Also an Income Statement. **Abacus**, v. 45, n. 3, p. 358-371, 2009.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Ativos Intangíveis e o Desempenho Empresarial. **Revista de Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 17, n. 40, p. 7-24, 2006.

REINEKE, J.; ABRATT, R.; BICK, G. What is your Corporate Brand Worth? A Guide to Brand Valuation Approaches. **South African Journal of Business Management**, v. 45, n. 4, p. 1-10, 2014.

RITTA, C. de O.; ENSSLIN, S. R.; RONCHI, S. H. A Evidenciação dos Ativos Intangíveis nas Empresas Brasileiras: Empresas que Apresentam informações Financeiras à Bolsa de Valores de São Paulo e Nova York em 2006 e 2007. **Revista Eletrônica de Ciência Administrativa**, v. 9, n.1, p. 62-75, 2010.

SILVA, C. T.; SANTOS, D. F. L. Desempenho Financeiro e Valor de Mercado do Setor de Telefonia no Brasil. **Revista Ciências Administrativas**, v. 21, n. 1, p. 42-67, 2015.

SOUZA, R. O. **Valoração de ativos intangíveis:** seu Papel na Transferência de Tecnologias e na Promoção da Inovação Tecnológica. 2009, 131f. Dissertação

(Mestrado em Tecnologia de Processos Químicos e Bioquímicos) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

SALAMUDIN, N.; BAKAR, R.; IBRAHIM, M. K.; HASSAN, F. H. Intangible Assets valuation in the Malaysian Capital Market. **Journal of Intellectual Capital**, v. 11, n. 3, p. 391-405, 2010.

STEWART III, B. G. **The Quest for Value: The EVA® Management Guide.** New York: Harper Business, 1990.

TOBIN, J.; BRAINARD, W. Pitfalls in Financial Model Building. **American Economic Review**, v.58, n.2, p. 1-38, 1968.

TSAI, C-F.; LU, Y-H.; YEN, D. C. Determinants of Intangible Assets Value: The data mining approach. **Knowledge-Based Systems**, v. 31, p. 67-77, 2012.

VALOR ECONÔMICO. Telefônica Fecha Compra da GVT por Quase R\$ 22 bi. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/3702494/telefonica-fecha-compra-da-gvt-por-quase-r-22-bi#ixzz3EpQ1Pdx8>. Acesso em 20 set. 2014.

VAZ, C. R.; ROCHA, P. R. Z.; MALDONALDO, M. U.; SELIG, P. M.; ROCHA, J. P. Z. Bibliometric Analysis of the Scientific Production of the Concept of Intellectual Capital (1980-2012). **Espacios**, v. 35, n. 5, p. 17- 24, 2014.

VELTRI, S.; VENTURELLI, A.; MASTROLEO, G. Measuring Intellectual Capital in a Firm Belonging to a Strategic Alliance. **Journal of Intellectual Capital**, v. 16, n. 1, p. 174-198, 2015.

XIN, Z.; TING, W.; YUAN, Z. Economic Value Added for Performance Evaluation: a Financial Engineering. **Systems Engineering Procedia**, v.5, p.379-387, 2012.

SOBRE OS AUTORES

Giovanna Gerolamo Pupin.

Graduada em Administração de Empresas. Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, Faculdade de Ciências Agrárias e Veterinárias. Contato: giovannapupin@hotmail.com

David Ferreira Lopes Santos.

Doutor em Administração de Empresas. Professor do Departamento de Economia, Administração e Educação da Faculdade de Ciências Agrárias e Veterinárias, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”.

Endereço: Rod. Via de Acesso Prof. Paulo Donato Castellane, SN - UNESP - Vila Industrial - Jaboticabal - SP. CEP: 14.871-820.

Contato: david.lopez@fcav.unesp.br

Santiago Valcacer Rodrigues.

Mestre em Administração de Empresas. Universidade de Fortaleza. Contato: santiago.valcacer@gmail.com