

COMPORTAMENTO DA ESTRUTURA DE CAPITAL NAS EMPRESAS TANGÍVEL E
INTANGÍVEL-INTENSIVAS

**CAPITAL STRUCTURE OF BEHAVIOR IN TANGIBLE-INTENSIVE AND INTANGIBLE-
INTENSIVE COMPANIES**

Recebido em 13.08.2015 | Aceite final em 01.08.2016 |

Nota: este artigo foi aceito pelo Editor Jorge Eduardo Scarpin e passou por uma avaliação *double blind review*

A reprodução dos artigos, total ou parcial, pode ser feita desde que citada a fonte.

ANDRÉIA DE LIMA

Mestranda em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina | Especialista em Gestão Financeira e Controladoria pela Universidade do Oeste de Santa Catarina | Telefone: (48) 3271-2460 | E-mail: lima.a@outlook.com.br

LORENZO SANFELICE FRAZZON

Doutorando em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina | Mestre em Engenharia da Produção pela Universidade Federal de Santa Maria | Consultor de Investimentos registrado na CVM | Telefone: (48) 3271-2460 | E-mail: lorenzofrazzon@yahoo.com

DARCI SCHNORRENBURGER

Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina | Professor Associado do curso de Ciências Contábeis e do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina | Telefone: (48) 3721-6634 | E-mail: darcisc@gmail.com

VALDIRENE GASPARETTO

Doutora em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina | Professora Associada do curso de Ciências Contábeis e do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina | Telefone: (48) 3721-6512 | E-mail: valdirenegasparetto@gmail.com

ROGÉRIO JOÃO LUNKES

Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina | Pós-Doutor pela Universidad de València-Espanha | Professor Associado do curso de Ciências Contábeis e do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da UFSC | Telefone: (49) 3721-9000 | E-mail: rogeriolunkes@hotmail.com

RESUMO

O objetivo deste estudo é identificar o comportamento do endividamento das empresas tangível e intangível-intensivas de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Desta maneira, foram analisadas empresas pertencentes aos setores de telecomunicações – por ser um setor tangível-intensivo – e de consumo cíclico – setor intangível-intensivo. Trata-se de um estudo longitudinal compreendendo o período entre os anos de 2000 a 2013. As premissas existentes na literatura afirmam que empresas intangível-intensivas tendem a captar menos recursos de terceiros para financiar suas atividades se comparadas as empresas tangível-intensivas. Com o intuito de verificar o comportamento da estrutura de capital, foram analisadas o endividamento geral (EG) e o grau de intangibilidade (GI) das empresas pertencentes a amostra selecionada. Dentre os resultados, pode-se verificar que ao longo do tempo, as variações no endividamento das empresas não acompanhavam as alterações no seu grau de intangibilidade. Entretanto, encontrou-se diferenciação nos níveis de endividamento de empresas do setor intangível-intensivo e do setor tangível-intensivo.

Palavras chave: Intangível-intensivo. Tangível-intensivo. Endividamento.

ABSTRACT

The objective of this study is identifying behavior of indebtedness for tangible and intangible-intensive companies listed on the Brazilian stock exchange BM&FBovespa. In this way, companies were analyzed belonging to telecommunications sector - to be a tangible-intensive industry - and consumer cyclical - intangible-intensive sector. This is a longitudinal study covering a period between 2000 and 2013. The existing premises in the literature affirm that intangible-intensive companies tend to attract less third-party funds to finance their activities compared to similar tangible-intensive companies. In order to verify the behavior of capital structure, we analyzed overall debt (EG) and degree of intangibility (GI) to the companies

belonging to the selected sample. Among the results, it is found that over time, changes in the debt of the companies did not accompany the changes in the degree of intangibility. However, was found differentiation in the indebtedness levels of companies in intangible-intensive and tangible-intensive sector.

Keywords: Intangible-intensive. Tangible-intensive. Indebtedness.

1. INTRODUÇÃO

A evolução do mercado mundial, o fortalecimento das relações internacionais e o surgimento de novas tecnologias são alguns fatores que contribuíram para a intensificação da concorrência entre as empresas. Para garantir a sobrevivência neste cenário é premente buscar continuamente a eficiência, agilidade e inovação. Entre os fatores determinantes da sobrevivência e prosperidade das companhias, os intangíveis são elementos que passaram a ser estudados com mais afinco pela comunidade acadêmica e pelas grandes corporações a partir da década de 1970 (MACHADO; FAMÁ, 2011).

Estudos como os realizados por Edvinsson e Malone (1998), Stewart (1998), Hoegh-Krohn e Knivsfly (2000), Lev (2001), Schmidt e Santos (2002), Perez e Famá (2006) e Secundo et al. (2011) buscaram evidenciar a importância do intangível para as organizações e sua relevância para criação de valor.

Uma das formas de verificar a existência de intangíveis nas organizações é pela confrontação do valor de mercado com o valor contábil, que pode servir como um indicador do nível de intangibilidade das empresas. Quanto maior o índice, maior a intangibilidade (KAYO; FAMÁ, 2004). Ou seja, o mercado reconhece o valor dos intangíveis das organizações, mas a contabilidade não tem conseguido acompanhar a evolução no que tange à mensuração reconhecimento e evidênciação desses ativos (FIETZ; SCARPIN, 2008).

Os intangíveis comumente aparecem sob a forma de marcas, patentes, carteira de clientes, capital humano, *softwares*, *goodwill*, entre outros, e contribuem para gerar vantagem competitiva às empresas. Isso se deve à característica fundamental de todo intangível: sua singularidade. Ou seja, os bens tangíveis (máquinas, equipamentos, fábricas etc.) são valorados e adquiridos com relativa facilidade, desde que a empresa possua os recursos financeiros para tal. Os intangíveis, por outro lado, são únicos e de propriedade de uma única organização (KAYO; TEH; BASSO, 2006).

Os bens tangíveis sofrem desgaste pelo uso, enquanto os intangíveis aumentam o seu valor na medida em que são utilizados por mais pessoas (SCHNORRENBURGER, 2005). Entretanto, os bens tangíveis são mais facilmente avaliados e, portanto, mais passíveis de serem aceitos como garantia. Desta maneira, supõe-se uma relação positiva entre o volume de ativos tangíveis detidos pela empresa e seu nível de endividamento (PEROBELLI; FAMÁ, 2003). Em outras palavras, empresas intangível-intensivas deveriam apresentar um endividamento menor devido à ausência de garantias.

A partir do exposto, estabelece-se como problema de pesquisa: *qual o comportamento do nível de endividamento das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas listadas na BM&FBovespa?* Para satisfazer a questão de pesquisa, estabelece-se como objetivo geral dessa pesquisa analisar o comportamento do endividamento das empresas tangível e intangível-intensivas listadas na BM&FBovespa.

Do ponto de vista do investidor é importante conhecer a estrutura de capital da empresa, a utilização de recursos próprios ou de terceiros, bem como sua capacidade de autofinanciamento. Portanto, se os intangíveis geram diferenciação nos lucros, bem como nos valores econômicos das organizações

(COLAUTO et al., 2009), espera-se que em função da sua alta lucratividade, apresentem níveis de endividamento menores, utilizando em sua maioria recursos próprios para financiar as atividades.

Após esta breve introdução, a parte dois do trabalho apresenta a fundamentação teórica, onde esclarece os conceitos de ativo intangível, passivo intangível e estrutura de capital. Na parte três são abordados os procedimentos metodológicos do estudo, assim na parte quatro são apresentados os resultados, e para finalizar, na parte cinco são descritas as conclusões finais.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O termo intangível deriva do latim *tangere*, ou tocar. Desta forma, tais elementos não podem ser tocados por não possuírem corpo (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999). Na literatura há diferentes terminologias para referir-se ao intangível. Comumente encontram-se expressões como capital intelectual, ativos de conhecimento e ativos intangíveis. Neste estudo adotar-se-á a nomenclatura “intangível”, pois entende que seja mais abrangente e considerando a existência de não somente ativos, mas também passivos intangíveis.

2.1. Ativo intangível

O ativo intangível (AI) é um recurso não monetário e sem substância física, resulta de eventos passados e se espera que gere benefícios econômicos futuros para a entidade que detém o controle sobre ele (CPC 04 R1, 2010). Apesar não serem essencialmente representados por dinheiro, os AIs são considerados uma fonte de vantagem competitiva para as empresas.

Alguns dos elementos comuns dos AIs são: propriedade intelectual, patentes, direitos autorais, marcas, filosofia gerencial, sistemas de informação, fidelidade dos clientes, canais de distribuição, contratos de licença, contratos de *franchising* e conhecimento dos funcionários (PETTY; GUTHRIE, 2000). Os AIs também são vistos como parte de um ciclo de criação de valor, Knight (1999) entende que uma organização melhora por meio de investimentos em recursos humanos (conhecimento dos funcionários) o que torna as pessoas mais competentes e capazes. Tal ação permite o desenvolvimento do capital estrutural da empresa – processos, sistema de informação, sistemas administrativos - que proporciona um melhoramento da qualidade do produto/serviço apresentado ao cliente. Tal ciclo melhora o desempenho financeiro da organização, podendo influenciar na avaliação do mercado e elevar o preço das ações.

Apesar dos efeitos positivos nas organizações, Hendriksen e Van Breda (1999) ressaltam que os ativos intangíveis formam uma das áreas mais complexas da teoria da contabilidade, parte em virtude das dificuldades de definição, mas principalmente por causa das incertezas a respeito da mensuração de seus valores e da estimação de vidas úteis. Diante de tais dificuldades e da incapacidade de comprovar o controle sobre esses ativos, nem todos os AIs são reconhecidos pela contabilidade. Por exemplo, dificilmente a entidade possui controle dos benefícios econômicos futuros gerados pelo o conhecimento dos funcionários.

Essas incertezas quanto a mensuração e vida útil podem ser propulsoras de distorções no valor desses ativos, vindo a prejudicar os usuários internos e externos. Desta forma, a regulamentação contábil, como uma maneira de padronização e diminuição distorções estabelece que alguns AIs não sejam reconhecidos nas demonstrações contábeis. Os gastos oriundos da fase de pesquisa de um

projeto interno são registrados como gastos do período. O *goodwill* e marcas geradas internamente também não podem ser reconhecidos como ativos, sendo que em caso de aquisições podem ser registradas contabilmente. Esse não reconhecimento de intangíveis colabora para a diferença entre o valor de mercado e o valor contábil da entidade.

2.2. Passivo intangível

A literatura sobre os intangíveis é extensa, contudo, a maioria dos estudos aborda discussões sobre conceituação, identificação, reconhecimento e mensuração de ativos intangíveis. Somente nos últimos anos surgiram alguns estudos sobre os passivos intangíveis (PIs). Harvey e Lusch (1999) foram pioneiros na tentativa de conceituar, identificar e classificar os PIs. A partir de então demais estudos (CADDY, 2000; GARCÍA PARRA et al., 2004; GARCIA-PARRA et al., 2009; GARCÍA-PARRA et al., 2006; KONAR, COHEN, 2001; MAJDALANY, MANASSIAN, 2012; RAMADAN, MAJDALANY, 2013; STAM, 2009) foram desenvolvidos considerando a existência de intangíveis que não fossem necessariamente ativos.

Uma das evidências da existência dos PIs encontra-se no fundo de comércio García Parra et al. (2004). Quando uma empresa é negociada por um valor superior ao valor patrimonial registrado contabilmente, entende-se que a companhia possui AIs que proporcionaram algum retorno futuro. Sendo assim, quando uma empresa é negociada por um montante inferior ao seu valor patrimonial, não significaria que a empresa possuiu passivos intangíveis que geram uma expectativa de perda futura?

Além deste valor de rentabilidade inferior, o passivo intangível é a responsabilidade ou obrigação da empresa para transferir recursos econômicos ou proporcionar serviços a outras entidades no futuro (HARVEY; LUSCH, 1999). Podem ser considerados PIs: qualidade inadequada do produto ou serviço; falta de confiança dos fornecedores; processo de fabricação antiquado; potenciais contingências em virtude do descumprimento da legislação; alta rotatividade de funcionários, clientes e fornecedores; má reputação da marca ou produto; localização geográfica inadequada (ponto comercial); e fatores como planejamento estratégico fraco, condições perigosas de trabalho, potenciais riscos ambientais, potencial de adulteração de produtos e má reputação, que contribuem para o surgimento de passivos intangíveis (HARVEY; LUSCH, 1999).

Harvey e Lusch (1999), Caddy (2000) e García Parra et al. (2004) justificam a existência dos PIs apresentando argumentos simples: entendem que para mensurar o patrimônio líquido (PL) de uma empresa, busca-se a diferença entre o ativo (A) e o passivo (P), aplicando-se a equação $PL=A-P$, considerando também que estabelece-se assim uma equidade entre os lados do balanço patrimonial ($A=P+PL$) e, se o capital intangível da empresa está formado por uma soma de ativos intangíveis da companhia, aplicando-se a lógica, deve haver uma equação equivalente, onde, $\text{Intangível}=AI-PI$. Os autores reforçam que, se os recursos próprios são medidos indiretamente subtraindo os passivos dos bens e direitos, então porque com o capital intangível deveria ser diferente? Assim como os ativos, a maioria dos passivos intangíveis não é registrada contabilmente. A regulamentação brasileira inclusive, não faz menção direta aos PIs, contudo aborda questões sobre o passivo contingente.

2.3. Estrutura de capital

Avaliar o desempenho das empresas é importante tanto para os *stakeholders* como para os gestores internos. No processo de avaliação de empresas um dos elementos mais importantes é a taxa de desconto, derivada do custo médio ponderado de capital. Vários fatores contribuem para a formação desse custo, entre eles o nível de endividamento (KAYO; FAMÁ, 2004).

Entretanto, a literatura apresenta algumas premissas quanto ao endividamento das empresas intangível-intensivas. Para Lev (2001), o risco do intangível geralmente é maior que o do tangível. O autor também argumenta que os ativos intangíveis criam passivos intangíveis que aumentam a alavancagem financeira e os riscos da empresa como um todo, por isso as empresas intangível-intensivas apresentam baixo endividamento.

Uma das características do intangível, de um modo geral, é apresentar um risco embutido mais elevado na fase inicial do que na final. No processo de pesquisa, por exemplo, na fase inicial geralmente têm-se somente uma ideia do que se pretende realizar, a incerteza sobre a aplicabilidade dos resultados é grande e normalmente exige recursos altos. Quando fica provada a viabilidade, o risco decresce e a demanda por recursos se limita à reprodução do item. Este é um comportamento comum nos intangíveis e que contribui para o *gap* entre os valores de mercado e contábil.

Myers (1984) e Kayo e Famá (2004) corroboram com a ideia de que empresas intangível-intensivas tendem a endividar-se menos. Sveiby (1997) argumenta que, pela falta de uma garantia paralela, os bancos são relutantes em conceder empréstimos para financiar os ativos intangíveis, fazendo com que esses sejam financiados, em grande parte, por recursos próprios. Desta forma, quanto maior o investimento em capital intangível, menor a captação de recursos de terceiros Araújo (2014).

Mac An Bhaird e Lucey (2009) também salientam que setores altamente intangíveis tendem a financiar pesquisa e desenvolvimento com capital de acionistas. Lim, Macias e Moeller (2014) defendem que tanto os bens intangíveis quanto os tangíveis influenciam o endividamento da empresa na mesma proporção, contudo, em empresas de tecnologia e com baixos níveis de ativos tangíveis, os intangíveis tem efeitos mais fortes.

Contudo, de acordo com Kayo e Famá (2004), o baixo endividamento das empresas intangível-intensivas também pode ser explicado com base na Teoria do *Pecking Order*, pela qual as empresas mais lucrativas se endividam menos porque preferem financiar seus investimentos, em primeiro lugar, com os recursos próprios. Colauto et al. (2009) acreditam que os ativos intangíveis geram diferenciação nos lucros, bem como nos valores econômicos das organizações. Desta forma, pode-se deduzir que, em função de seu alto nível de lucratividade, elas apresentem baixo nível de endividamento.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1. Delineamento da pesquisa

O delineamento desta pesquisa é agrupado em três categorias: pesquisa quanto aos objetivos, pesquisa quanto aos procedimentos e pesquisa quanto à abordagem do problema (BEUREN, 2006). Quanto aos objetivos, esta pesquisa caracteriza-se como descritiva. Desta forma, busca observar, registrar, analisar e interpretar as informações divulgadas pelas empresas sem manipulá-las (CERVO; BERVIAN; SILVA, 2007).

O estudo, utiliza procedimentos de pesquisa documental, buscando selecionar, tratar e interpretar as informações (BEUREN, 2006) obtidas nas demonstrações contábeis das empresas, considerados por Gil (2010) como dados secundários. Estes materiais ainda não receberam uma análise aprofundada, mas já passaram por um tratamento analítico. Quanto à abordagem do problema, é predominantemente quantitativa. Sendo utilizados instrumentos estatísticos para tratar e conhecer o comportamento dos dados analisados (BEUREN, 2006).

3.2. População e amostra

A população deste estudo é composta por empresas de capital aberto, listadas na BMF&Bovespa. Para atingir o objetivo proposto foram selecionados os setores de consumo cíclico e telecomunicações. A escolha dos setores da amostra foi baseada no estudo de Fietz e Scarpin (2008), que constataram que o setor de consumo cíclico apresenta maior grau de intangibilidade (intangível-intensivo) e o setor de telecomunicações possui menor grau de intangibilidade (tangível-intensivo).

O setor de consumo cíclico é composto por 68 empresas, porém optou-se por excluir da amostra as empresas que não apresentaram dados em todos os períodos, restando 9 empresas. O setor de telecomunicações engloba 9 empresas, das quais 7 apresentam dados na base do Economática®. Desta forma, a amostra é apresentada no Quadro 1.

Quadro 1 – Amostra estudada

Setor Econômico	Empresa
Consumo cíclico	Alpargatas S.A. Brasmotor S.A. Cia Hering Cia Tecidos Norte de Minas Coteminas Graziotin S.A. Guararapes Confecções S.A. Lojas Americanas S.A. Saraiva S.A. Livreiros Editores Whirlpool S.A.
Telecomunicações	Embratel Participações S.A. Inepar Telecomunicações S.A. Jereissati Participações S.A. Jereissati Telecom S.A. OI S.A. Telefônica Brasil S.A. Tim Participações S.A.

Fonte: adaptado de BM&FBovespa

Na coleta de dados, a Inepar Telecomunicações S.A. apresentou valores discrepantes no GI e no EG e foi excluída da amostra. A Jereissati Participações S.A. (La Fonte) apresentou valores discrepantes no GI, portanto, foi considerado para análise somente o EG.

3.3. Procedimentos para coleta e análise de dados

Os dados foram coletados na base Economática® e compreendem o período de anos de 2000 a 2013. Para identificar o comportamento da estrutura de capital das empresas tangível e intangível-intensivas listadas na BM&FBovespa, utilizou-se como medida de estrutura de capital o endividamento geral (EG). Este indicador mede a proporção dos ativos da empresa financiada por terceiros, sendo calculado pela razão entre o capital de terceiros e o ativo total.

$$EG = CT/AT$$

Para identificar o grau de intangibilidade (GI) das empresas, empregou-se a mesma equação dos estudos de Lev (2001), Kayo e Famá (2004) e Colauto et al. (2009):

$$GI=VM/PL$$

O grau de intangibilidade é obtido pela razão entre o valor de mercado (número total de ações em negociação x valor de mercado da ação) e o patrimônio líquido da empresa. Para Perez e Famá (2006) este indicador demonstra que quanto maior o índice, maior a participação de ativos intangíveis na estrutura de capital da empresa.

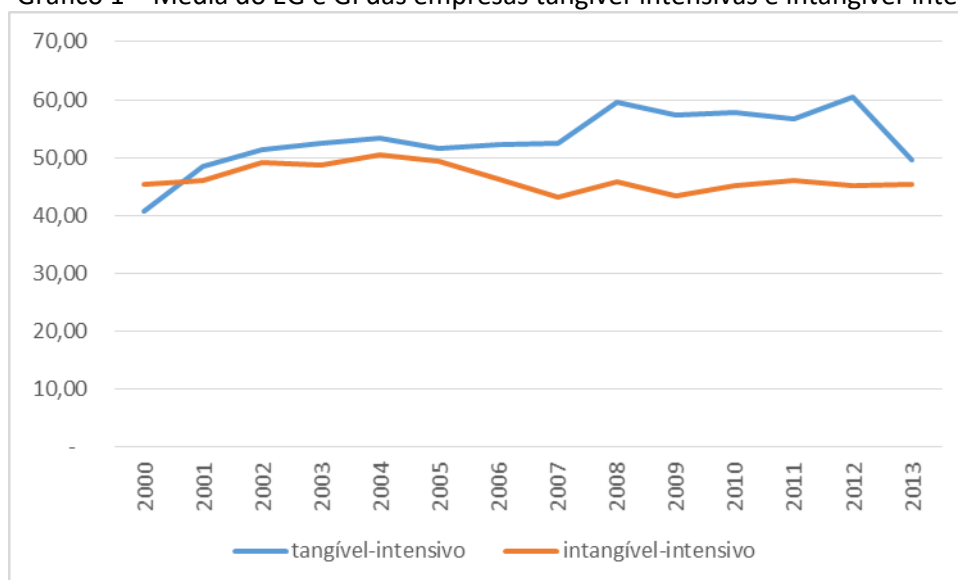
De acordo com as premissas encontradas na literatura, espera-se que as empresas intangível-intensivas apresentem menor nível de endividamento perante as empresas tangível-intensivas. Desta forma, utilizou-se também estatística descritiva para comparar as empresas.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Apresentação dos dados por setor

Inicialmente os dados foram analisados separadamente conforme o setor de atuação das empresas, sendo que de acordo com Fietz e Scarpin (2008) o setor de telecomunicações é mais tangível-intensivo e setor de consumo cíclico é mais intangível-intensivo. O Gráfico 1 apresenta a média ao longo dos anos estrutura de capital, representada pelo endividamento, das empresas de acordo com os setores.

Gráfico 1 – Média do EG e GI das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas



Fonte: Dados da pesquisa

Verifica-se no gráfico que o endividamento médio do setor intangível-intensivo, na maior parte do período analisado, é menor do que o endividamento médio do setor tangível-intensivo. Tal observação corrobora com os estudos de Kayo e Famá (2004), Araújo (2014) e Lim, Macias e Moeller

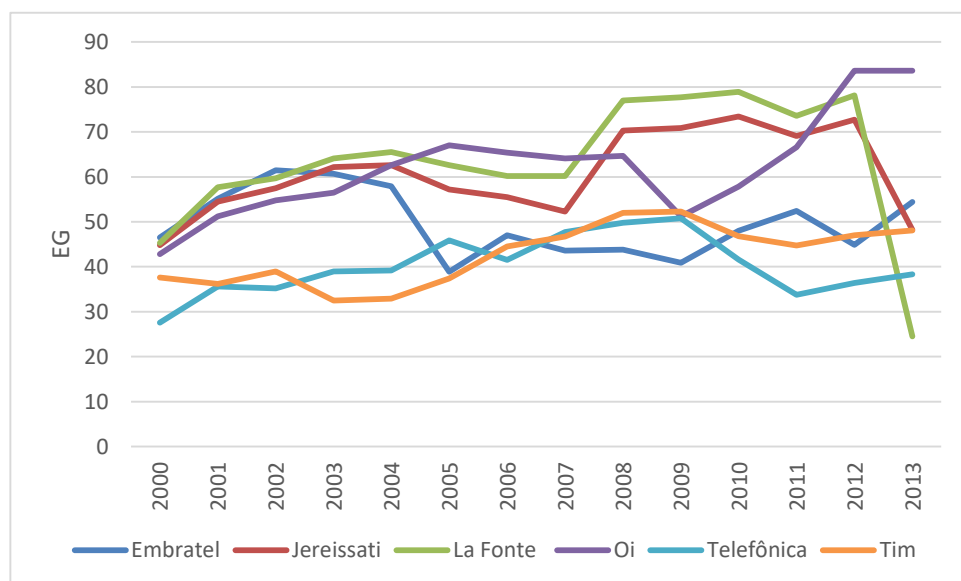
(2014). Outro fator interessante é o fato de que até o ano de 2006, a diferença entre o endividamento médio dos setores se mantinha estável, entretanto, a partir do ano de 2007 essa diferença aumentou significativamente, sendo que o setor de consumo-cíclico diminuiu o EG e o setor de telecomunicações aumentou bruscamente o seu EG.

Essa mudança no perfil do EG dos setores analisados pode ser atribuída a diferentes fatores. No setor de telecomunicações isso pode ser atribuído a consolidação que ocorreu, porque as empresas consolidadoras precisaram recorrer ao capital de terceiros para financiar suas compras. No setor de consumo o fator preponderante da melhora foi o fato do setor ter se beneficiado dos estímulos governamentais a demanda por meio das políticas anticíclicas para combater a crise financeira de 2007-2008. Tais afirmações levam em conta os fatores macros, mas não se deve esquecer que cada empresa possui suas peculiaridades operacionais, mas que não cabem serem analisadas neste estudo.

4.2. Apresentação dos dados por empresa

Analisadas as médias dos setores, foram analisados o endividamento e o grau de intangibilidade de cada empresa. O endividamento geral das empresas do setor de telecomunicações é apresentado no Gráfico 2, no qual pode-se observar que a Embratel Participações S.A. mantinha um nível de endividamento acima de 50% entre 2001 e 2004. Em 2005, a empresa apresentou o menor endividamento do período analisado (38,5%). Nos períodos subsequentes o EG sofreu oscilações, chegando ao pico de 54% em 2013, contudo nenhuma alteração foi tão brusca como nos primeiros anos. Em nenhuma das observações realizadas o GI (Gráfico 3) apresentou valor negativo, sendo que em 2009 apresentou o maior valor (1,7) e em 2002 o menor valor (0,3). Não foi constatada relação entre as variações no GI e no EG desta empresa.

Gráfico 2 – Endividamento do setor de telecomunicações



Fonte: Dados da pesquisa

A Jereissati Telecom S.A. apresentava um EG de 44% no primeiro ano da análise, mantendo uma média de 57% de endividamento nos sete períodos seguintes. Entretanto, no ano de 2008, o

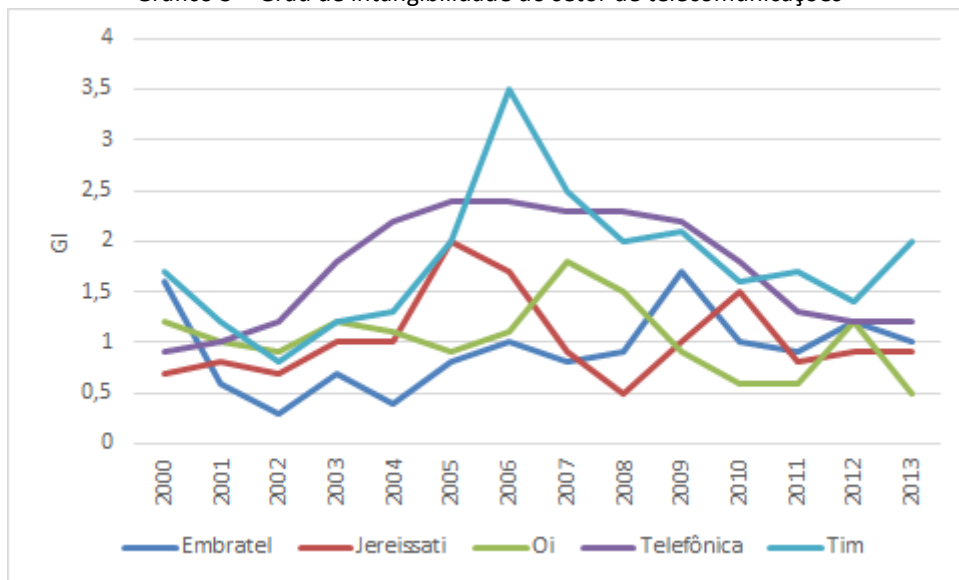
indicador se elevou para 70%, permanecendo em torno deste valor até o ano de 2013, quando regrediu para 48%. O aumento no período entre 2008 e 2012 pode ter sido ocasionado pela crise econômica que causou uma recessão na economia mundial. O GI da companhia não foi negativo em nenhum período, variando entre 0,5 - em 2008 - e 2,0, em 2005. Analisando os dois indicadores não se encontrou relação entre as variações ocorridas.

O nível de endividamento da Oi S.A. apresentou um comportamento diferente das demais empresas do setor. O indicador apresentou crescimento progressivo até o ano de 2008, entretanto, no ano de 2009 sofreu um decréscimo para 51%, enquanto as demais empresas aumentaram o nível de endividamento. A partir de 2012, enquanto a maioria das empresas analisadas diminuiu o endividamento, a Oi apresentou o indicador acima de 80%. O GI da empresa manteve-se entre 0,5 e 1,8 não sofrendo significativas alterações.

É importante ressaltar que as companhias Jereissati Telecom, La fonte e Oi atualmente representam um mesmo grupo empresarial, no caso trata-se da Oi. Além da crise financeira de 2008, um fato que pode ter influenciado no aumento do endividamento foi a compra da Brasil Telecom em 2009, a ideia de criação de uma super tele brasileira não se mostrou exitosa, fazendo com que a Portugal Telecom assumisse o controle da empresa em 2013.

Das empresas analisadas do setor de telecomunicações, a Telefônica Brasil S.A. foi uma das que apresentou o EG mais constante ao longo do período, sofrendo apenas pequenas variações. O pico do EG ocorreu no ano de 2009 – quando chegou a 59,8% - e nos anos seguintes o valor diminuiu para aproximadamente 36%. O GI variou entre 0,9 e 2,4, mas não apresentou ligação com as variações no EG. A estabilidade dos indicadores demonstra uma gestão eficiente, que a faz ser reconhecida com uma empresa boa pagadora de dividendos.

Gráfico 3 – Grau de intangibilidade do setor de telecomunicações



Fonte: Dados da pesquisa

A Tim Participações S.A. não sofreu alterações bruscas no EG ao longo do período analisado, sendo que apresentou o menor valor (32,5%) em 2003, e o maior valor (52,3%) em 2009. A menor observação do GI (0,8) aconteceu no período de 2002, onde o EG correspondia a 52%, contudo as demais observações não estabelecem uma relação entre os indicadores. Esse baixo GI pode ser explicado por fatores exógenos como o fluxo de recursos para o mercado acionário no segundo semestre de 2008.

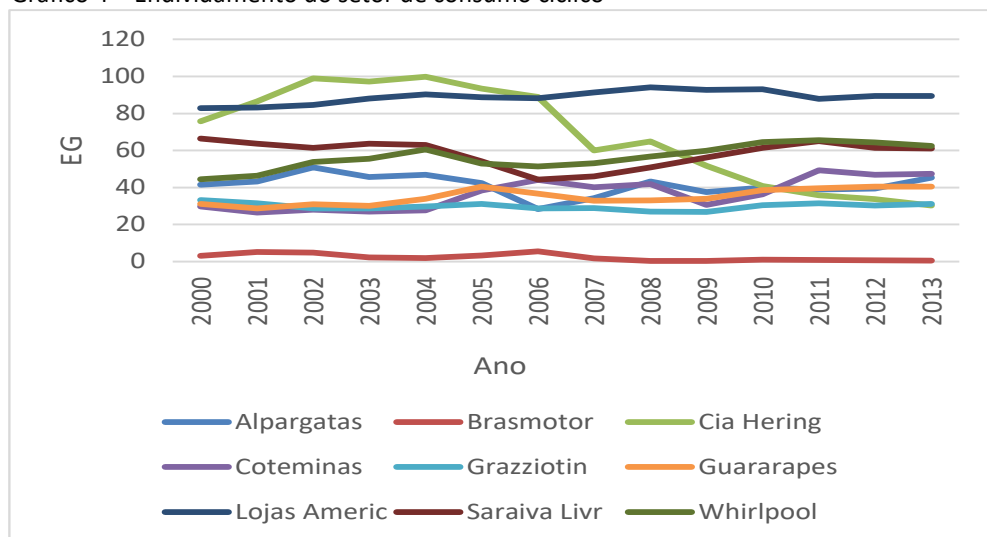
Já no setor de consumo cíclico, foram analisadas nove empresas. No Gráfico 4, pode-se observar que o EG das empresas deste setor se apresentou, no geral, mais constante do que do setor de telecomunicações.

A Cia Tecidos Norte de Minas Coteminas, manteve, durante os quatorze anos analisados o EG abaixo de 50%, sendo o pico observado no ano de 2011 (49%). O GI (Gráfico 5) variou entre 0,3 e 1,1, contudo não apresentou relação com as variações no EG. Esse baixo grau de intangibilidade decorre em grande parte do fato do setor de tecidos tradicional não conseguir gerar retorno excedente em função da concorrência chinesa e da empresa não conseguir se diferenciar e agregar valor.

A Guararapes Confeções S.A. (Riachuelo) manteve o EG entre 30% e 40% ao longo dos anos e o GI entre 0,5 e 5,7, mas as variações no GI não acompanharam as variações do EG. O aumento do GI no ano de 2006 decorreu da melhora da liquidez das ações da companhia em virtude do leilão de um grande bloco de ações da empresa por um grande investidor.

A Grazziotin S.A. também apresentou indicadores de EG praticamente constantes durante todo o período, variando entre 25% e 33%. O GI variou entre 0,3 e 3,0 e não apresentou relação com as variações do EG. Isso pode ser explicado em função das ações da empresa não possuírem liquidez em bolsa de valores, o que torna a precificação mais difícil e afugenta os pequenos investidores.

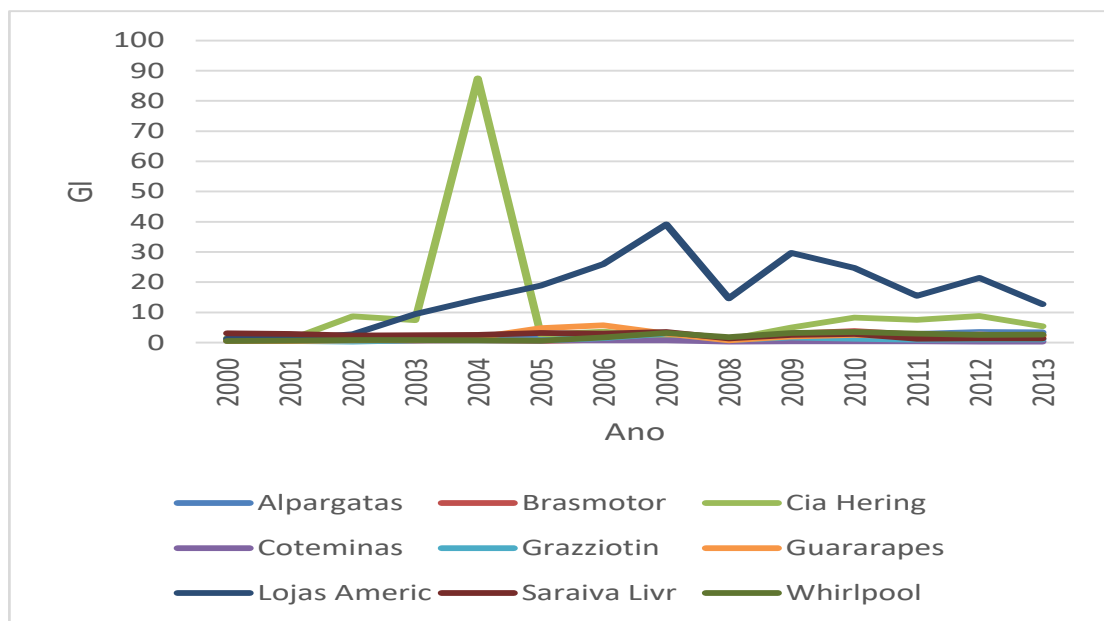
Gráfico 4 – Endividamento do setor de consumo cíclico



Fonte: Dados da pesquisa

A Alpargatas S.A. também manteve o nível de endividamento constante, contudo a maior variação aconteceu em 2006, quando passou a ser 28%, nos demais períodos variou entre 34% e 50%. O GI da Alpargatas variou entre 0,6 e 3,5, sem acompanhar as variações do EG. A companhia, assim como outras do setor, conseguiu desenvolver intangíveis internamente que geraram vantagens competitivas interessantes.

Gráfico 5 – Grau de intangibilidade do setor de consumo cíclico



Fonte: Dados da pesquisa

O nível de endividamento da Whirlpool S.A. variou entre 44% e 65%. Apesar da ocorrência de um pico no EG no ano de 2004, foi a partir do ano de 2009 que ele se manteve constantemente alto. O GI variou entre 0,5 e 3,5, apresentando valores altos a partir de 2007. O GI elevado nos últimos anos pode ter surgido pelo aumento da receita líquida da empresa, assim como da redução das despesas financeiras.

A Brasmotor S.A. apresentou um nível de endividamento (Gráfico 4) baixo e constante ao longo dos anos, sendo o menor e maior valor 0,3 e 5,5, respectivamente. As variações no GI – apresentadas no Gráfico 5 - (entre 0,5 e 3,8) não acompanham as variações no EG. Como a Brasmotor é a controladora da Whirlpool S.A. seus resultados são semelhantes.

O endividamento da Saraiva S.A. manteve-se em torno de 60%, contudo no ano de 2006 apresentou uma queda repentina para 44%, voltando a subir nos anos seguintes. O grau de intangibilidade variou entre 1,3 e 3,5 e não pode ser relacionado com as variações no EG. A queda do endividamento em 2006 decorreu de um forte resultado, combinado com redução do *capex* no mesmo ano.

A Lojas Americanas S.A. apresentou um EG constante e alto ao longo dos anos variando entre 80% e 95%. Entretanto, o GI das Lojas Americanas sofreu significativas variações. No ano de 2000, o GI correspondia a 1,3, passando para 14,3 em 2004, atingindo seu ápice (39,1) em 2007 e regredindo nos anos subsequentes até atingir a marca de 12,7, em 2013. Fatos ligados à melhora operacional da companhia e a cisão das operações de *ecommerce* podem ter ajudado no aumento do GI da companhia.

Por fim a Cia Hering foi a empresa que apresentou a maior quantidade de variações no EG durante o período analisado. O nível de endividamento era elevado até o ano de 2006, chegando a quase 100% em 2004. Nos anos subsequentes o endividamento decresceu bruscamente até a atingir a marca de 30% em 2013. O GI correspondia a 1,5, em 2000 e chegou a 87,4, em 2004, regredindo para menos de 10 nos próximos períodos. Essas variações, positivas ressalta-se dizer, demonstram a mudança pela qual a empresa passou nos últimos anos ao adotar uma política de diferenciação e geração de valor através do investimento em produtos de maior valor agregado. Para se ter uma ideia, em 2003 a companhia transformou o prejuízo de R\$ 126 milhões em 2002, em um lucro de 11,6 milhões.

De forma geral um fato que pode justificar o alto grau de intangibilidade das empresas de consumo é fato do setor ter sido beneficiado pelas políticas de incentivo ao consumo. Principalmente se for

analisado o período pós 2008, pois como forma de atenuar os efeitos da crise financeira de 2008, o estado passou a estimular a demanda para manter a economia aquecida. Isso é comprovado pelo fato que a relação crédito/PIB no Brasil passou de 35,47% em 2008 para 55,5% em 2013, e ainda possui um padrão baixo se comparado com economias mais desenvolvidas.

Já o setor de telecomunicações é historicamente intenso em capital, uma vez que é necessário investir em redes de transmissão e antenas para difusão do sinal. E também pelo fato de haver os leilões de bandas 3g e 4g, a Oi, por exemplo, pelo fato de não possuir capital, se ausentou do leilão das frequências de 4G em 2014. Além disso, a própria evolução tecnológica, faz com que as empresas do setor tenham que estar sempre atentas a novos investimentos, pois além de resultados satisfatórios para os acionistas, a própria sobrevivência delas depende disso.

5. CONCLUSÕES

Os intangíveis diferem dos bens tangíveis em diversos aspectos, sendo um deles a sua singularidade. Geralmente o uso de intangíveis não é limitado e eles tendem a aumentar o seu valor conforme o uso, ao contrário dos bens tangíveis que sofrem desgastes. Entretanto, os intangíveis são mais difíceis de serem mensurados. Com base em alguns desses aspectos a literatura sugere que empresas que possuem mais bens tangíveis são capazes de conseguir financiar suas atividades com capital de terceiros mais facilmente, pois possuem bens para dar em garantia.

Desta forma, o presente artigo objetivou identificar o comportamento do nível de endividamento das empresas tangível e intangível-intensivas listadas na BM&FBovespa. Para tanto foram analisados dados de empresas pertencentes aos setores de telecomunicação e consumo não cíclico com o auxílio de estatística descritiva.

Identificou-se que o nível de endividamento das empresas estudadas não variava de acordo com as alterações no grau de intangibilidade. Entretanto, constatou-se que as empresas do setor de consumo cíclico (considerado um setor intangível-intensivo) apresentaram, em sua maioria, níveis de endividamentos menores se comparadas às empresas do setor de telecomunicações (tangível-intensivo), reforçando a premissa de que as empresas intangível-intensivas possuem menor endividamento. Um fato que pode explicar em grande parte o endividamento do setor de telecomunicações é a evolução societária dos grupos Jereissatti, La fonte e Oi que hoje concentram os negócios na companhia Oi. O grupo Jereissati e La Fonte que detinham o controle da Telemar, se alavancaram com apoio do BNDES para comprar a Brasil Telecom e formar uma super tele nacional, porém não obtiveram êxito e acabaram tendo que vender o controle para a Portugal Telecom em 2013. De outro lado TIM manteve focada no desenvolvimento de sua rede de cobertura, que necessitou de grandes investimentos e em torres. Os dados da Telefônica reforçam a característica de uma empresa pagadora de dividendos e de gestão eficiente. Embratel nesse período passou por tentativa de fechamento de capital e hoje é controlada por um dos homens mais rico do mundo.

De forma geral o estudo do setor de telecomunicações corrobora premissas como o alto nível de investimentos para se instalar uma rede adequada, juntamente com o fato de haver os leilões de linhas. Nesses períodos as empresas realizam grande investimentos, porém se operacionalmente e comercialmente ela obtiver êxito o caixa gerado tende a reduzir essa alavancagem de um modo rápido. Outro fato que pode enfraquecer as análises é pouca concorrência no setor, visto que poucos *players* dominam o mercado, isso também limita o número de empresas a serem analisadas.

Assim sendo, o estudo realizado contemplou dois setores específicos da economia brasileira e, por isso, faz-se necessário o aprimoramento das referidas análises. Como recomendação para pesquisas

futuras, sugere-se a ampliação da amostra, contemplando a análise dos demais setores da economia para que possa haver comparabilidade entre os mesmos.

REFERÊNCIAS

- ARAÚJO, M. H. Análise da relação do endividamento e da lucratividade das sociedades listadas na BM&FBOVESPA com seus respectivos ativos intangíveis., 2014. Disponível em: <<http://www.repositorio.ufc.br/handle/riufc/9625>>. Acesso em: 8/5/2015.
- BRASIL. Pronunciamento técnico CPC 04. Ativo intangível. *Comitê de Pronunciamentos Contábeis*. Brasília, DF, 2010. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC04_R1.pdf>. Acesso em: 10. Fev. 2015
- BEUREN, I. M. *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. 3º ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- CADDY, I. Intellectual capital: recognizing both assets and liabilities. *Journal of Intellectual Capital*, v. 1, n. 2, p. 129–146, 2000. MCB UP Ltd. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/14691930010377469>>. Acesso em: 27/7/2015.
- CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A.; SILVA, R. *Metodologia científica*. 6. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2007. 162 p.
- COLAUTO, R. D.; NASCIMENTO, P. S.; AVELINO, B. C.; BISPO, O. N. A. Evidenciação de Ativos Intangíveis Não Adquiridos nos Relatórios da Administração das Companhias Listadas nos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 5. ago. 2009. Disponível em: <<http://web.face.ufmg.br/face/revista/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/577>>. Acesso em: 6/5/2015.
- KAYO, E. K.; TEH, C.C.; BASSO, L. F. C. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 41, n. 2, 2006. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1188>. Acesso em: 30/4/2015.
- EDVINSSON, L.; MALONE, M. S. *Capital Intelectual: descobrindo o valor real de sua empresa*. São Paulo: Makron Books, 1998.
- FIETZ, E. E. Z.; SCARPIN, J. E. Estudo do Grau de Intangibilidade Por Meio das Demonstrações Contábeis: Uma Análise das Empresas S/A de Capital Aberto Constantes do Índice Ibrx-Índice Brasil. *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. 2008. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos82008/236.pdf>>. Acesso em: 27/7/2015.
- GARCÍA PARRA, M.; SIMÓ GUZMÁN, P.; MUNDET HIERN, J.; GUZMÁN CONESA, J. Intangibles: Activos y Pasivos. *Intangible Capital*, 2004. Intangible Capital.
- GARCÍA-PARRA, M.; SALLÁN LEYES, J. M.; SIMÓ GUZMÁN, P. La evolución del capital intelectual y las nuevas corrientes. *Intangible Capital*, 2006. Intangible Capital. Disponível em: <<http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2034137>>. Acesso em: 27/7/2015.
- GARCIA-PARRA, M.; SIMO, P.; SALLAN, J. M.; MUNDET, J. Intangible liabilities: beyond models of intellectual assets. *Management Decision*, v. 47, n. 5, p. 819–830, 2009. Disponível em: <https://apps.webofknowledge.com/full_record.do?product=UA&search_mode=GeneralSearch&qid=3&SID=2DIPuz8d6qhCQZ8bsRB&page=1&doc=8>. Acesso em: 18/7/2015.
- GIL, A. C.,. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 184 p

- HARVEY, M. G.; LUSCH, R. F. Balancing the intellectual capital books: intangible liabilities. *European Management Journal*, v. 17, n. 1, p. 85–92, 1999.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.
- HOEGH-KROHN, N. E. J.; KNIVSFLA, K. H. Accounting for Intangible Assets in Scandinavia, the UK, the US, and by the IASC: Challenges and a Solution. *The International Journal of Accounting*, v. 35, n. 2, p. 243–265, 2000. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0020706300000480>>. Acesso em: 11/5/2015.
- KAYO, E. K.; FAMÁ, R. A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 39, n. 2, 2004. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1125>. Acesso em: 11/5/2015.
- KNIGHT, D. J. Performance measures for increasing intellectual capital. *Planning Review*, v. 27, n. 2, p. 7-22, 1999.
- KONAR, S.; COHEN, M. A. Does the Market Value Environmental Performance? *Review of Economics and Statistics*, v. 83, n. 2, p. 281–289, 2001. Disponível em: <<http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-0035634411&partnerID=tZOtx3y1>>. Acesso em: 18/7/2015.
- LEV, B. *Intangibles: management, measurement, and reporting*. Washington: Brookings, 2001.
- LIM, S. C.; MACIAS, A. J.; MOELLER, T. Intangible Assets and Capital Structure. *SSRN Electronic Journal*, 2014. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=2514551>>. Acesso em: 8/5/2015.
- MAC AN BHAIRD, C.; LUCEY, B. Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, v. 35, n. 3, p. 357–375, 2009. Disponível em: <http://apps.webofknowledge.com/full_record.do?product=UA&search_mode=GeneralSearch&qid=2&SID=1AeVXvCg8nw7Zsp3uUo&page=3&doc=23&cacheurlFromRightClick=no>. Acesso em: 10/1/2015.
- MACHADO, J. H.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 8, n. 16, p. 89–109, 2011. Universidade Federal de Santa Catarina. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/2175-8069.2011v8n16p89/20046>>.
- MAJDALANY, G.; MANASSIAN, A. Voluntary Disclosure of Intellectual Assets and Intellectual Liabilities: A Literature Review. In: J. Surakka (Org.); PROCEEDINGS OF THE 4TH EUROPEAN CONFERENCE ON INTELLECTUAL CAPITAL. *Anais...* p.509–517, 2012. England: Academic Publishing International Limited. Disponível em: <http://apps.webofknowledge.com/full_record.do?product=UA&search_mode=GeneralSearch&qid=1&SID=2FNqLkP1P1yh8eABBM&page=1&doc=1>. Acesso em: 18/3/2015.
- MARGHERITA, A.; SECUNDO, G. The stakeholder university as learning model of the extended enterprise. *Journal of Management Development*, v. 30, n. 2, p. 175–186, 2011. Emerald. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1108/02621711111105768>>.
- MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 574–592, 1984. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>>. Acesso em: 6/2/2015.
- PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 17, n. 40, p. 7–24, 2006. Depto de Contabilidade e Atuária da FEA/USP. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772006000100002&lng=en&nrm=iso&tIng=pt>. Acesso em: 12/5/2015.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 7, n. 1, p. 9–35, 2003. *Revista de Administração Contemporânea*. Disponível em:

<http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552003000100002&lng=en&nrm=iso&tlng=pt>. Acesso em: 12/5/2015.

PETTY, R.; GUTHRIE, J. Intellectual capital literature review. *Journal of Intellectual Capital*, v. 1, n. 2, p. 155–176, 2000. Emerald. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1108/14691930010348731>>. .

RAMADAN, M.; MAJDALANY, G. The Impact of Corporate Governance Indicators on Intellectual Capital Disclosure: An Empirical Analysis From the Banking Sector in the United Arab Emirates. *Proceedings of the International Conference on Intellectual Capital, Knowledge Management & Organizational Learning*, p. 351–361, 2013. Academic Conferences & Publishing International Ltd. Disponível em:

<<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=87423243&lang=pt-br&site=ehost-live>>. .

SCHMIDT, P.; SANTOS, J. L. *Avaliação de ativos intangíveis*. São Paulo: Atlas, 2002.

SCHNORRENBARGER, D. Identificando, avaliando e gerenciando os recursos organizacionais tangíveis e intangíveis por meio de uma metodologia construtivista (MCDA): uma ilustração na área econômico-financeira. , 2005. Tese (Doutorado em Engenharia da Produção). Florianópolis, SC. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/xmlui/handle/123456789/102274>>. Acesso em: 30/4/2015.

STAM, C. D. Intellectual liabilities: lessons from The Decline and Fall of the Roman Empire. (K. J. O’Sullivan, Org.) *VINE*, v. 39, n. 1, p. 92–104, 2009. Disponível em:

<<http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-70049097230&partnerID=tZ0tx3y1>>. Acesso em: 18/7/2015.

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

SVEIBY, K. E. *The new organizational weath: managing and measuring*. São Francisco: Berrett-Koehler, 1997.